

BANCO DE ESPAÑA

boletín económico

abril 2000

boletín económico

abril 2000

BANCO DE ESPAÑA

El Banco de España difunde sus informes más importantes,
así como los Indicadores económicos, a través de las redes
INTERNET e INFOVÍA.PLUS en la dirección <http://www.bde.es>.

Siglas empleadas

AAPP	Administraciones Públicas	IME	Instituto Monetario Europeo
AFROS	Activos Financieros con Retención en Origen	IMSERSO	Instituto de Migraciones y Servicios Sociales
AI AF	Asociación de Intermediarios de Activos Financieros	INE	Instituto Nacional de Estadística
AIE	Agencia Industrial del Estado	INEM	Instituto Nacional de Empleo
ANFAC	Asociación Española de Fabricantes de Automóviles y Camiones	INH	Instituto Nacional de Hidrocarburos
		INI	Instituto Nacional de Industria
BCE	Banco Central Europeo	INIA	Instituto Nacional de Investigaciones Agrarias
BCN	Bancos Centrales Nacionales	INSS	Instituto Nacional de la Seguridad Social
BE	Banco de España	INVERCO	Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones
BOE	Boletín Oficial del Estado		Índice de Precios de Consumo
BPI	Banco de Pagos Internacionales	IPC	Índice de Producción Industrial
CBE	Circular del Banco de España	IPI	Índice de Precios Industriales
CCAA	Comunidades Autónomas	IPRI	Instituto Nacional de Reforma y Desarrollo Agrario
CCLL	Corporaciones Locales	IRYDA	Instituto Social de las Fuerzas Armadas
CECA	Confederación Española de Cajas de Ahorros	ISFAS	Impuesto sobre el Valor Añadido
CFEE	Cuentas financieras de la economía española	IVA	Ley General Presupuestaria
CI	Cédulas para inversiones	LGP	Ley de Integración Social de Minusválidos
CNAE	Clasificación Nacional de Actividades Económicas	LISMI	Ministerio de Agricultura, Pesca y Alimentación
CNC	Confederación Nacional de la Construcción	MAPA	Ministerio de Comercio y Turismo
CNE	Contabilidad Nacional de España	MCT	Mercado Español de Futuros Financieros
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores	MEFFSA	Ministerio de Economía y Hacienda.
CNTR	Contabilidad Nacional Trimestral de España	MEH	Ministerio de Industria y Energía
CRM	Certificado de Regulación Monetaria	MINER	Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales
CTNE	Compañía Telefónica Nacional de España	MTAS	Mutualidad General de Funcionarios de la Administración Civil del Estado
DE	Departamento Extranjero del Banco de España	MUFACE	Mutualidad General Judicial
DEG	Derechos Especiales de Giro		Nuevos Acuerdos para la Obtención de Préstamos
DGA	Dirección General de Aduanas	MUGEJU	Organización de Cooperación y Desarrollo Económico
DGT	Dirección General de Tráfico	NAP	Asociación de Fabricantes de Cemento de España
DGTE	Dirección General de Transacciones Exteriores	OCDE	Otras Instituciones Financieras Monetarias
DGTPF	Dirección General del Tesoro y Política Financiera	OFCEMEN	Orden Ministerial
DOCE	Diario Oficial de las Comunidades Europeas	OIFM	Organismos Autónomos
ECAOL	Entidades de Crédito de Ámbito Operativo Limitado	OM	Otras Administraciones Públicas
EEUU	Estados Unidos de América	OAAA	Organización de Países Exportadores de Petróleo
EERR	Entidades Registradas	OAAAPP	Plan de Empleo Rural
EFC	Establecimientos Financieros de Crédito	OPEP	Presupuestos Generales del Estado
ENDESA	Empresa Nacional de Electricidad	PER	Producto Interior Bruto
EOC	Entidades Oficiales de Crédito	PGE	Producto Interior Bruto a Precios de Mercado
EONIA	Índice medio del tipo de interés del euro a un día (Euro Overnight Index Average)	PIB	Producto Nacional Bruto
		PIBpm	Préstamos de Regulación Monetaria
EPA	Encuesta de Población Activa	PNB	Real Decreto
EURIBOR	Tipo de interés de oferta de los depósitos interbancarios en euros (Euro Interbank Offered Rate)	PRM	Red Eléctrica
		RD	Red Nacional de Ferrocarriles Españoles
FAD	Fondos de Ayuda al Desarrollo	REE	Residuos Sólidos Urbanos
FDG	Fondo de Desarrollo Ganadero	RENFE	Servicio Reforzado de Ajuste Estructural
FEDER	Fondo Europeo de Desarrollo Regional	RSU	Asociación de Empresas Constructoras de Ámbito Nacional
FEGA	Fondo Español de Garantía Agraria	SRAE	Sociedad Estatal de Participaciones Industriales
FEOGA	Fondo Europeo de Orientación y Garantía Agrícola	SEOPAN	Sociedades de Inversión Mobiliaria
FGD	Fondos de Garantía de Depósitos		Sociedades de Inversión Mobiliaria de Capital Variable
FIAMM	Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario	SEPI	Sistema Monetario Europeo
		SIM	Salario Mínimo Interprofesional
FIM	Fondos de Inversión Mobiliaria	SIMCAV	Sociedades Mediadoras en el Mercado de Dinero
FMI	Fondo Monetario Internacional		Seguro Obligatorio de Vejez e Invalidez
FMM	Fondos del Mercado Monetario	SME	Tipo de Cambio Efectivo Nominal
FOGASA	Fondo de Garantía Salarial	SMI	Tipo de Cambio Efectivo Real
FORPPA	Fondo de Orientación y Regulación de Precios y Productos Agrícolas (extinguido)	SMMD	Trabajadores Eventuales Agrícolas Subsidiados
		SOVI	Unión Europea
FSE	Fondo Social Europeo	TCEN	Unión Económica y Monetaria
IAPC	Índice Armonizado de Precios de Consumo	TCER	Los 11 Estados Miembros que participan en la UEM desde el 1 de enero de 1999
ICO	Instituto de Crédito Oficial	TEAS	Unión Eléctrica, S.A.
ICONA	Instituto para la Conservación de la Naturaleza	UE	Unión de Empresas Siderúrgicas
IDA	Asociación Internacional de Desarrollo	UEM	
IEME	Instituto Español de Moneda Extranjera (extinguido)	UEM-11	
IFM	Instituciones Financieras Monetarias		
IGAE	Intervención General de la Administración del Estado	UNESA	
IICM	Instituciones de Inversión Colectiva de Carácter Mobiliario	UNESID	

Siglas de países y monedas en las publicaciones del Banco Central Europeo, que se irán adoptando progresivamente en este Boletín:

Países		Monedas	
BE	Bélgica	EUR	Euro
DE	Alemania	BEF	Franco belga
ES	España	DEM	Marco alemán
FR	Francia	ESP	Peseta
IE	Irlanda	FRF	Franco francés
IT	Italia	IEP	Libra irlandesa
LU	Luxemburgo	ITL	Lira italiana
NL	Países Bajos	LUF	Franco luxemburgués
AT	Austria	NLG	Florín neerlandés
PT	Portugal	ATS	Chelín austríaco
FI	Finlandia	PTE	Escudo portugués
		FIM	Marco finlandés
DK	Dinamarca		
GR	Grecia	DKK	Corona danesa
SE	Suecia	GRD	Dracma griega
UK	Reino Unido	SEK	Corona sueca
		GBP	Libra esterlina
JP	Japón		
US	Estados Unidos de América	JPY	Yen japonés
		USD	Dólar estadounidense

De acuerdo con la práctica de la UE, los países están ordenados según el orden alfabético de los idiomas nacionales.

Abreviaturas y signos más utilizados

M1	Efectivo en manos del público + Depósitos a la vista.
M2	M1 + Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses + Depósitos a plazo hasta dos años.
M3	M2 + Cesiones temporales + Participaciones en fondos del mercado monetario e instrumentos del mercado monetario + Valores distintos de acciones emitidos hasta dos años.
mm	Miles de millones.
a	Avance
p	Puesta detrás de una fecha [enero (p)], indica que todas las cifras correspondientes son provisionales. Puesta detrás de una cifra, indica que únicamente esta es provisional.
T_j^i	Tasa de la media móvil de i términos, con j de desfase, convertida a tasa anual.
m_j	Tasa de crecimiento básico de período j . Referido a datos anuales (1970) o trimestrales, indica que estos son medias de los datos mensuales del año o trimestre, y referido a series de datos mensuales, decenales o semanales, que estos son medias de los datos diarios de dichos períodos.
...	Dato no disponible.
—	Cantidad igual a cero, inexistencia del fenómeno considerado o carencia de significado de una variación al expresarla en tasas de crecimiento.
»	Cantidad inferior a la mitad del último dígito indicado en la serie.
*	Indica que la serie se refiere a datos desestacionalizados.

Índice

	<u>Páginas</u>
Reflexiones sobre la situación económica internacional. Conferencia pronunciada por el Gobernador del Banco de España, Luis Ángel Rojo, en el Club Siglo XXI	9
Informe trimestral de la economía española	21
1. Rasgos básicos	21
2. El entorno exterior de la zona del euro	26
3. El área del euro y la política monetaria del Banco Central Europeo	32
4. La economía española	42
5. Los flujos financieros de la economía española	58
La interpretación de los diferenciales de inflación en la Unión Monetaria	67
La cuenta de resultados de las entidades de depósito en 1999	77
Regulación financiera: primer trimestre de 2000	135
Información del Banco de España	143
Tipos de interés activos libres declarados por bancos y cajas de ahorros. Situación a 31 de marzo de 2000	145
Registros oficiales de entidades. Variaciones producidas entre el 23 de marzo y el 13 de abril de 2000	149
Indicadores económicos	151
Artículos y publicaciones del Banco de España	213

Reflexiones sobre la situación económica internacional

Conferencia pronunciada por el Gobernador del Banco de España, Luis Ángel Rojo, en el Club Siglo XXI

La economía mundial está viviendo una etapa muy favorable. Los Estados Unidos mantienen una expansión intensa y estable —la más larga de la posguerra—; los países europeos registran una firmeza creciente en sus ritmos de avance; Japón parece estar empezando a superar, no sin dificultades, el retroceso de los últimos años; la mayor parte de las nuevas economías industriales de Asia se han recuperado con fuerza tras sus recientes crisis y también lo están haciendo, aunque con menor vigor, un buen número de países del área latinoamericana. En estas condiciones, las previsiones actualmente disponibles apuntan a un crecimiento del producto mundial del orden del 4 % durante este año y el año próximo —casi un punto por encima del registrado en 1999—, con un ritmo de avance algo superior al 3 % en el conjunto de los países industriales y una tasa de crecimiento algo mayor del 5 % en el conjunto de los países en vías de desarrollo. Estas previsiones podrían extrapolarse linealmente dos o tres años más, esbozando así el panorama de una etapa de expansión firme y prolongada.

Ahora bien, las previsiones económicas tienen como destino habitual verse incumplidas; hay que tomarlas como conjeturas razonables, referencias útiles para analizar las desviaciones que pueda registrar la realidad. Y esto cobra especial relieve en los momentos actuales, porque la favorable evolución de la economía mundial coexiste con factores de incertidumbre cuyo desarrollo podría generar diferencias apreciables respecto de las previsiones que acabo de exponer.

En primer lugar, el avance de la economía mundial ha venido acompañado, desde hace bastante tiempo, de unos desequilibrios en los pagos internacionales entre las principales áreas monetarias que han alcanzado niveles preocupantes. La presión intensa y persistente de la demanda sobre la oferta ha generado, en los Estados Unidos, déficit exteriores crecientes que, medidos por el saldo de la balanza de pagos por cuenta corriente, se aproximan ya al 4 % del producto interior bruto. Este proceso, que tiene su principal contrapartida en los fuertes excedentes exteriores registrados en Japón y, en menor medida, en el área del euro, parece difícilmente sostenible, aunque la financiación de los déficit americanos no haya tenido dificultades y haya sido incluso compatible con una fuerte apreciación del dólar durante los últimos años. Lo deseable es, desde luego, que esos desequilibrios se corrijan, que los Estados Unidos desciendan hacia una tasa de crecimiento más moderada y sostenible y que lo hagan con lo que se ha denominado un «aterrizaje suave» que la economía mundial pueda absorber sin graves problemas. Nada garantiza,

sin embargo, que los hechos vayan a desarrollarse así.

En segundo lugar, el mundo se encuentra ante una revolución tecnológica en el ámbito de la información y de las comunicaciones que también tiene su centro en los Estados Unidos. El despliegue temporal del fenómeno es, sin embargo, incierto. Hay quienes piensan que, tras varias décadas de mejoras rapidísimas en la producción de los bienes de equipo que incorporan tales tecnologías y de fuertes descensos en sus precios, la inversión en dichos bienes ha aumentado fuertemente y la utilización de sus servicios se ha extendido a toda la economía americana generando un notable aumento general de la productividad. Este incremento en la tasa de avance de la productividad, que sería el principal fundamento del rápido crecimiento con baja inflación de la economía norteamericana en los últimos años, tendría además un carácter permanente, capaz de sostener un largo período de expansión estable de los Estados Unidos en el futuro y de alentar más altos ritmos de crecimiento en las economías europeas y de Japón a medida que estas vayan asumiendo la utilización extensa de las nuevas tecnologías. Otros son, sin embargo, más escépticos: creen que la reciente oleada de prosperidad de la economía norteamericana no se basa en cambios estructurales de naturaleza profunda que permitan hablar de una «nueva economía», sino que se debe, principalmente, a la coincidencia de un conjunto de *shocks* o impulsos de oferta favorables; opinan que no hay razones sólidas, hasta ahora, para pensar que se haya registrado un aumento permanente de la tasa de crecimiento de la productividad y piensan que los Estados Unidos no tienen asegurados, para el futuro, experiencias inflacionistas ni ritmos de avance del producto potencial más favorables que los históricos.

Señalaré, en fin, como tercer factor de incertidumbre, la fortísima revalorización de los activos bursátiles. Se trata de un fenómeno mundial, puesto que los avances en los índices de bolsa norteamericanos, alentados por la larga expansión económica de la década pasada, han acabado siendo incluso superados por las intensas revalorizaciones observadas en otros muchos países durante los últimos tiempos. Se trata, además, de un fenómeno en gran medida alentado por las expectativas generadas en torno a las empresas relacionadas con las nuevas tecnologías, cuyos valores han alcanzado precios elevadísimos y dominado los movimientos de los índices generales de bolsa desde hace algún tiempo. Y es, también, un fenómeno con efectos sobre el comportamiento de la demanda de bienes y servicios: en los Estados Unidos, el alza de los valores bursátiles ha estimu-

lado la inversión y ha generado efectos-riqueza alentadores del consumo, contribuyendo al fuerte descenso del ahorro privado neto, que es la contrapartida del crecimiento de los déficit externos; en otros muchos países, los efectos han sido menores, pero también significativos. ¿Se trata de revalorizaciones bursátiles sostenibles que tienen una base sólida en los fundamentos económicos? ¿Se trata, por el contrario, de burbujas financieras cuya explosión podría dañar gravemente la demanda y la actividad de la economía mundial?

Los factores de incertidumbre que he señalado, todos interrelacionados, bastan para comprender los elementos de fragilidad que entrañan las previsiones sobre el futuro de la economía mundial que he esbozado al comienzo de mi exposición. Sería posible que una conjunción de factores favorables condujera, en los próximos años, a tasas de expansión estables, incluso superiores a las que presentan esas previsiones; pero también podría ocurrir que la activación articulada de los factores de fragilidad impusiera una fluctuación a la baja de alguna importancia —aunque nunca dramática—. Dedicaré, por tanto, el resto de mi exposición a examinar con más detalle las causas de la actual incertidumbre. No esperen ustedes, sin embargo, respuestas nítidas a la mayoría de los problemas: creo que nadie podría dárselas y yo, desde luego, no puedo hacerlo. Trataré, simplemente, de ofrecer material a sus reflexiones y de extraer algunas conclusiones.

* * *

Dirigiré, primero, mi atención a la economía americana, principal fuente de promesas y de aprensiones en estos momentos.

Los Estados Unidos han vivido, en los años noventa, un largo proceso de expansión económica con una fuerte creación de empleo, tasas de paro declinantes, mejoras persistentes de la productividad y ritmos de inflación muy moderados. Además, desde 1995, cuando el auge cíclico estaba ya muy avanzado y cabía prever su debilitamiento próximo, la economía americana ha mostrado un reforzado vigor que, en los últimos años, ha situado su tasa de expansión anual en torno a un 4 %, ha elevado el ritmo de avance de la productividad por encima del 3 % y ha reducido la tasa de paro hasta una zona poco superior al 4 % sin que se produjesen aumentos significativos de la inflación. Los Estados Unidos han venido viviendo, en resumen, una etapa de prosperidad económica observada con envidiosa admiración por los países europeos, que han registrado fluctuaciones importantes, más bajos ritmos de crecimiento y

elevadas tasas de paro en esos años, y por Japón, sumido en graves dificultades que aún no ha logrado superar plenamente.

Ahora bien, ¿está basada la actual prosperidad americana en cambios estructurales profundos que prometen, como creen los defensores de la llamada «nueva economía», un largo futuro de crecimiento más estable y más rápido con tasas de paro y de inflación más bajas que en el pasado, o se trata solamente de un período en el que han actuado sobre la economía americana un conjunto de factores favorables con cuya persistencia, como señalan los escépticos, no cabe contar?

Los optimistas señalan que la globalización y la desregulación, por una parte, y los cambios observados en las políticas macroeconómicas, por otra, son fenómenos persistentes que han traído una mayor estabilidad de la producción y de los precios, una moderación de las fluctuaciones económicas. La globalización y la desregulación han enfrentado a las empresas con un mayor clima de competencia que las ha inducido a mejorar sus políticas de gestión de personal, de inversión en bienes de equipo y de mantenimiento de existencias. Sus reacciones ante las variaciones de la demanda se han hecho menos nerviosas, menos bruscas, lo cual ejerce un efecto moderador sobre la amplitud de las fluctuaciones cíclicas. Los cambios en las políticas macroeconómicas —la mayor disciplina fiscal en busca de una reducción de los déficit públicos y la más intensa dedicación de las políticas monetarias al logro y el mantenimiento de la estabilidad de precios— han reducido, por su parte, la probabilidad de que se registren crisis fiscales o episodios de aceleración inflacionista que las autoridades hayan de atajar con energía; han reducido, en definitiva, el riesgo de que las actuaciones de política macroeconómica incidan bruscamente sobre la evolución de las economías. Se generan así efectos moderadores de las fluctuaciones al tiempo que la mejora de las expectativas del público sobre la inflación a medio y largo plazo y el menor temor a la aparición de «ciclos de inflación» alientan el crecimiento.

Para los más optimistas no se trata solamente de que se hayan generado condiciones persistentes que favorezcan la moderación de las fluctuaciones: los cambios registrados han llevado también, en su opinión, a una mejora en la relación entre paro e inflación, es decir, a una reducción sustancial de la tasa de paro sostenible sin inducir una aceleración de la tasa de inflación. El fenómeno de la globalización —la presión que ha generado sobre los precios en los mercados mundiales, los temores que ha suscitado de que las producciones tradicionales

se vean desplazadas por importaciones procedentes de países emergentes con más bajos costes y de que elevaciones de los costes nacionales induzcan el desplazamiento de la producción a otros países—, la reacción de las políticas de personal de las empresas ante el aumento de la competencia y la mayor flexibilidad introducida en el mercado de trabajo han hecho posibles —se dice— menores presiones alcistas de los salarios ante reducciones de la tasa de paro en la economía americana. Desde los años sesenta, se había considerado que, en los Estados Unidos, tasas de desempleo inferiores al 6 % de la población activa iban asociadas a tasas de inflación crecientes; sin embargo, en la segunda parte de los años noventa se han observado reducciones importantes de la tasa de paro por debajo de ese nivel sin que se generasen aceleraciones inflacionistas. Puesto que los efectos de la globalización son generales para todos los países industriales, se entiende que la mayor flexibilidad introducida en los mercados de trabajo y de productos es lo que explicaría, básicamente, la muy distinta relación entre paro e inflación en los Estados Unidos, por una parte, y la Europa continental, por otra, en los últimos años.

Ahora bien, la argumentación que acabo de exponer no parece adecuarse a los hechos observados. Numerosos estudios empíricos realizados en los últimos tiempos han llegado a la conclusión de que la relación entre la tasa de paro y el ritmo de crecimiento de los salarios no se ha modificado sustancialmente durante los años noventa en los Estados Unidos. Los autores de esos estudios aceptan que se ha registrado alguna mejora en dicha relación, pero que la mejora es modesta; entienden, por tanto, que para explicar el buen comportamiento de la inflación ante los descensos de la tasa de paro en los Estados Unidos durante los últimos años es preciso recurrir a otros factores explicativos.

Los representantes de la denominada «nueva economía» consideran que el factor explicativo buscado es el intenso crecimiento observado en la tasa de avance de la productividad en la economía americana desde mediados de la década pasada. Tal vez —dicen— haya sido modesta la mejora en la relación entre la tasa de paro y el ritmo de crecimiento de los salarios; pero los fuertes incrementos observados en la tasa de avance de la productividad frenan o anulan el efecto alcista sobre los costes laborales unitarios y sobre la inflación que tendrían, en otro caso, los mayores incrementos de salarios asociados al descenso de la tasa de paro. La mejora —que estiman persistente— en el ritmo de crecimiento de la productividad ocupa así un papel central en la argumentación de los «nuevos economistas» para fundamentar sus

expectativas de fuertes tasas de crecimiento del producto con bajas tasas de paro y de inflación en la economía americana.

En efecto, el débil ritmo de avance de la productividad que, iniciado en 1975, ha persistido durante veinte años, ha dejado paso en Estados Unidos, a partir de 1995, a una fuerte recuperación en los valores de dicha variable que se atribuye a la generalización, en amplios sectores de la economía, del uso de las aplicaciones derivadas de las nuevas tecnologías informáticas y de las comunicaciones. El despliegue de estas tecnologías se inició en los años setenta; pero se considera que su efecto sobre el crecimiento general de la productividad fue escaso hasta 1995. Entre tanto, las nuevas tecnologías avanzaron con gran intensidad, la producción de los bienes que las incorporan registró notables mejoras de eficiencia y los precios de los bienes informáticos descendieron de modo continuado. A comienzos de los años noventa, las industrias productoras de computadoras e instrumentos informáticos solo representaban el 1 % del producto total no agrícola de Estados Unidos, pero estaban avanzando con celeridad y mostrando crecimientos de la productividad muy superiores a los registrados en el conjunto de la economía. Al mismo tiempo, la inversión en equipo informático estaba creciendo con rapidez hasta alcanzar, a mediados de la década, un porcentaje muy elevado de la inversión total del país. El fuerte aumento de la productividad general del sistema en los últimos años sería el resultado de una rápida extensión en el uso de las nuevas tecnologías, en un clima de mayor competencia y de flexibilidad en el mercado de trabajo.

Ahora bien, ¿ha sido, en efecto, tan general y tan intenso el aumento de la tasa de crecimiento de la productividad en los últimos años en la economía americana? La respuesta a esta pregunta es tan importante como difícil de responder.

Durante bastante tiempo, distintos trabajos de destacados economistas americanos no han sido capaces de detectar esa mejora tan elevada, general y presuntamente permanente en la tasa de avance de la productividad. Se ha señalado a este respecto:

Primero, que una parte importante del incremento de la productividad general observada en los últimos años es ficticio, puesto que es simplemente el resultado de una revisión de los deflatores de precios utilizados para pasar de la cifra de producto interior bruto nominal a la cifra de producto interior bruto real. Si, como ha ocurrido en los años noventa, se revisan a la baja dichos deflatores —por ejemplo, en el

ámbito de la sanidad—, el producto real correspondiente a la cifra estimada de producto nominal aumentará automáticamente; y, al dividir el nuevo y más alto producto real por el número de horas trabajadas o por el número de trabajadores, se elevará la medida respectiva de la productividad, sin que ello sea más que el resultado de una revisión estadística.

Segundo, que una vez eliminado dicho efecto estadístico, la mejora aún subsistente en la tasa de avance de la productividad se explica, en buena medida, por el carácter procíclico de esta última: ha aumentado con el auge cíclico de estos últimos años, pero una recesión posterior tendería a reducirla. Una parte de la mejora observada en la tasa de crecimiento de la productividad no podría considerarse, por tanto, como permanente.

Y, tercero, que dichos trabajos no han encontrado evidencia de una mejora general en el crecimiento de la productividad como consecuencia de una rápida extensión en el uso y aplicación de la tecnología de la información y las comunicaciones. Las mejoras parecerían circunscribirse hasta ahora —eso sí, con carácter realmente espectacular— a la industria informática productora de equipo, instrumentos y semiconductores, sin alcanzar de modo significativo al resto de la economía.

Estos resultados escépticos están, sin embargo, sometidos al fuerte condicionamiento contenido en el inciso «hasta ahora». En un período de rapidísimo avance tecnológico es normal que las observaciones en que se basan los estudios económicos vayan por detrás del desarrollo de los hechos y no sean adecuados para fundamentar previsiones firmes sobre el futuro. De hecho, algún estudio más reciente sí ha encontrado una contribución importante de los bienes informáticos —de su producción, pero también de su uso— a la reciente mejora de la productividad; aunque sus autores tampoco se atreven a pronunciarse sobre el carácter temporal o permanente de dicha mejora. Lo cierto es que la utilización de la nueva tecnología informática y de comunicaciones se ha extendido muy velozmente durante los últimos tiempos, y que desarrollos como Internet —con sus promesas de reducción de los costes de información, de mayor competencia entre empresas, de abaratamiento de los *inputs* empresariales y de reducciones consiguientes en los precios de los productos— pueden tener, en un horizonte relativamente breve, efectos importantes en los procesos de innovación y de crecimiento de la productividad.

No disponemos de una perspectiva temporal suficiente para enjuiciar estos fenómenos. Tal

vez solo quepa decir, como lo ha hecho Alan Greenspan, Presidente del Consejo de la Reserva Federal, resistente a las apelaciones ligeras al avance tecnológico, que aun teniendo en cuenta las numerosas incertidumbres que planean sobre la evolución económica reciente de los Estados Unidos, esta no resulta satisfactoriamente explicable sin hacer referencia al formidable impulso aportado por los sectores de nuevas tecnologías; pero que, al mismo tiempo, resulta prematuro concluir que ello vaya a redundar en una mejora sostenida del ritmo de expansión productiva de la economía. El gran economista Robert Solow, que durante mucho tiempo subrayó la imposibilidad de detectar huellas de la revolución informática en las estadísticas de productividad, ha señalado recientemente, por su parte, que ya cabe encontrarlas; pero ha añadido: «En cuanto a la permanencia de la mejora de la productividad, me sentiré mejor cuando la vea sobrevivir a la próxima recesión».

Anudemos ahora los hilos de la anterior argumentación.

En los Estados Unidos, la eficacia estabilizadora de la nueva orientación de las políticas monetaria y fiscal, la mayor competencia resultante de la globalización y la desregulación y la flexibilización de los mercados de trabajo y de productos han introducido elementos favorecedores de una mayor estabilidad cíclica, han tendido a moderar los incrementos salariales asociados a cada nivel de paro y han alentado la inversión en nuevas tecnologías. Si el incremento en el ritmo de avance de la productividad general del sistema ha sido tan fuerte como muchos piensan y tiene caracteres de persistencia, ello permitiría no solo explicar la experiencia de altas tasas de crecimiento y bajas tasas de paro y de inflación en la economía americana en los últimos años, sino también prever la continuidad de esa experiencia en un horizonte bastante dilatado. Ello no excluye, sin embargo —como enseguida veremos—, la posibilidad de inflexiones de la actividad si el impulso generado por el avance tecnológico induce presiones excesivas de la demanda sobre la oferta que lleven a las autoridades a intervenir para frenar los desequilibrios.

Si, por el contrario, el crecimiento de la tasa de avance de la productividad general del sistema no ha sido tan intensa como proponen los «nuevos economistas», entonces —teniendo en cuenta que el descenso en el ritmo de aumento de los salarios asociado a cada tasa de paro solo ha sido modesto, como hemos visto—, resultaría preciso recurrir a otros factores para explicar plenamente la baja inflación que ha acompañado a las elevadas tasas de expan-

sión del producto real americano en los últimos años. Entre esos factores destacarían la fuerte caída del precio del petróleo desde el verano de 1997 hasta los primeros meses de 1999, el descenso simultáneo de los precios de numerosos productos agrícolas y metales en los mercados como consecuencia del debilitamiento de la demanda mundial y el efecto de la fortaleza del dólar sobre los precios de importación desde 1996. Pero estos movimientos de precios son transitorios y, de hecho, hace ya meses que han invertido su dirección, afectando a los precios interiores de los Estados Unidos y amenazando con impulsar al alza el incremento de los salarios. La actuación de las autoridades monetarias para frenar un proceso que se ve favorecido por la fuerte presión de la demanda sobre la oferta podría inducir —como en la alternativa anterior— una desaceleración del ritmo de avance de la economía.

Como se ve, en ninguno de los dos casos quedan excluidas las aceleraciones inflacionistas ni la aparición de fluctuaciones cíclicas. La recuperación de una inflexión será, eso sí, en principio, tanto más fácil y rápida cuanto más intenso y persistente —es decir, menos procíclico— sea el impulso tecnológico.

* * *

Para seguir adelante entre las incertidumbres que acompañan al esplendor actual de la economía americana, aún hay que añadir otra pieza importante que todavía no he considerado: la fortísima elevación del valor de los activos, especialmente de los activos bursátiles, durante los últimos años. Desde 1990, los precios de las acciones medidos por el índice Standard and Poor 500 se han multiplicado por cuatro; el incremento ha sido especialmente rápido desde 1995 hasta hoy, período en el que el ritmo medio de avance anual de dichos precios ha sido superior al 20 %. La relación precio/beneficio del conjunto de las acciones incluidas en el índice Standard and Poor 500 tenía, aproximadamente, el nivel 17, ya históricamente elevado, en 1995; pero, al concluir el año 1999, había alcanzado un nivel superior a 30. Hay que advertir, sin embargo, que, en este último período, el impulso alcista ha provenido básicamente de las acciones de empresas de los sectores de alta tecnología; los restantes valores han registrado alzas mucho más moderadas.

El valor de mercado de un activo viene determinado por el descuento a valores actuales de su flujo esperado de rentas, utilizando como tipo de descuento el tipo de rendimiento requerido sobre dicho activo, que es la suma de un tipo de interés libre de riesgo más la prima de

riesgo exigida por los inversores para poseerlo. Por consiguiente, los determinantes de la fuerte subida del precio de las acciones en los últimos años hay que buscarlos, por un lado, en una revisión al alza de las expectativas sobre los beneficios de las empresas —especialmente intensa para los sectores de alta tecnología— y, por otro lado, en una reducción del tipo de rendimiento requerido sobre las acciones. Para los defensores de la «nueva economía», la mejora de las expectativas sobre los beneficios empresariales es la expresión de la confianza del público en un crecimiento intenso, estable y duradero, resultante de los avances tecnológicos y de los demás cambios estructurales profundos que ha registrado la economía americana. En cuanto al descenso en el tipo de rendimiento requerido sobre las acciones, sus causas habría que buscarlas en una reducción de la prima de riesgo exigida por los inversores, que sería consecuencia de las expectativas favorables sobre la estabilidad de los precios y del crecimiento y de las innovaciones financieras que han reducido los costes de transacciones y han facilitado la diversificación y la movilidad de las carteras.

Observen Vds. que estamos hablando continuamente de expectativas y de actitudes del público ante el riesgo, que no son variables observables y que están sujetas a posibles cambios resultantes de oleadas de optimismo y pesimismo de los inversores. Esto indica la dificultad de decidir si las cotizaciones sobrevaloran o no las acciones en un momento y un mercado dados, y si lo hacen, en qué cuantía las sobrevaloran. La prima de riesgo exigida actualmente sobre las acciones por los inversores en los Estados Unidos es notablemente inferior a la prima exigida, en promedio, desde la Segunda Guerra Mundial. No sabemos si dicha prima se mantendrá en sus muy bajos niveles actuales o si se moverá, al menos parcialmente, hacia sus niveles históricos —en cuyo caso, se registraría una tendencia al descenso de las cotizaciones—. En cuanto a las expectativas sobre los beneficios de las empresas, hay que advertir que los métodos habituales de determinación del precio de las acciones no pueden aplicarse para empresas que nunca han registrado un beneficio o pagado un dividendo y que muestran, sin embargo, altos valores de mercado —como es el caso de algunas empresas relacionadas con Internet—. Ahora bien, si se utilizan, para esas empresas, crecimientos esperados de beneficios implícitos en sus actuales valoraciones y se suman los crecimientos esperados de beneficios necesarios para que los sectores de alta tecnología y el resto del mercado puedan ofrecer, en su conjunto, una prima de riesgo modesta, pero aceptable, sobre las acciones a sus precios actuales, resulta que el rit-

mo de incremento requerido en los beneficios esperados excede ampliamente de la tasa de crecimiento probable del conjunto de la economía. Tales expectativas son, desde luego, de difícil cumplimiento, porque existe un límite (incierto) a la posible participación porcentual de los beneficios globales en la renta nacional y también lo hay al posible incremento del producto inducido por el ritmo de aumento de la productividad.

De todo lo anterior se deduce la gran dificultad para decidir si las acciones están, hoy, sobrevaloradas en la bolsa americana y, si lo están, en qué cuantía. No cabe extrañarse, por tanto, de que los numerosos estudios realizados sobre este tema ofrezcan respuestas muy variadas. Hay que señalar, sin embargo, que la mayoría de ellos concluyen que se registra, en mayor o menor grado, una sobrevaluación respecto de los precios que se adecuarían a los fundamentos económicos, bien porque se entiende que la baja prima de riesgo actualmente requerida sobre las acciones es difícilmente sostenible —aunque se acepta que podría estabilizarse a valores inferiores a los históricos—, bien porque se consideran exageradas las expectativas sobre los beneficios de las empresas aun admitiendo la persistencia de un fuerte estímulo de las nuevas tecnologías sobre el avance de la productividad del sistema. Según esto, la bolsa americana, al exceder de los valores justificables por los fundamentos económicos, tendría, actualmente, un componente, mayor o menor, de burbuja financiera, insostenible antes o después. Tal burbuja estaría básicamente situada, desde luego, en los valores de alta tecnología.

En todo caso, el fortísimo crecimiento de los valores bursátiles tiene un efecto expansivo sobre la demanda y la actividad de la economía. En primer lugar, a través de la demanda de los hogares. Las familias americanas han aumentado con fuerza sus tenencias, directas e indirectas, de acciones y estas han incrementado su participación en los activos financieros del grupo. Según la Encuesta sobre la Situación Financiera de los Consumidores, elaborada por la Reserva Federal, el porcentaje de familias poseedoras, directa o indirectamente, de acciones ha pasado del 31,6 % en 1989 al 48,8 % en 1998, con un avance especialmente fuerte desde 1995; y la participación de las acciones en el total de activos financieros de las familias ha pasado del 27,8 % al 54 % en el mismo período. Aunque las familias han aumentado también su endeudamiento durante estos años, su riqueza financiera neta ha avanzado con fuerza, especialmente a partir de 1995, en buena medida impulsada por el valor de las acciones; y también lo ha hecho la relación entre su ri-

queza financiera y su renta. Esta mayor riqueza financiera de las familias, alimentada por su participación en la fuerte revalorización de los valores bursátiles, estimula directamente su demanda de consumo, al tiempo que les facilita la obtención de financiación en los intermediarios financieros para ampliar su consumo o para adquirir viviendas o para hacer frente a necesidades imprevistas. Ello ha contribuido, sin duda, de modo importante, al fuerte descenso del ahorro de las familias americanas, que se ha situado ya por debajo del 2 % de su renta disponible en el último año.

Al mismo tiempo, la fuerte elevación del precio de las acciones, al reducir el coste del nuevo capital respecto del capital existente, constituye un estímulo a la inversión; además, la subida del precio de los activos mejora el balance de las empresas, lo cual favorece las condiciones en que pueden obtener financiación externa y proporciona así un estímulo adicional a la inversión.

La elevación del precio de las acciones tiene, en definitiva, un efecto expansivo sobre la demanda agregada de bienes y servicios, en sus componentes tanto de consumo como de inversión; y la fuerte revalorización de la bolsa americana es, sin duda, un factor relevante para explicar el rápido avance de la demanda y la creciente presión de esta sobre la oferta observada en los Estados Unidos en los últimos tiempos.

* * *

Puesto que las fuertes subidas de los valores de los activos financieros tienden a reforzar el incremento de la demanda en los auge cíclicos y a favorecer así la aparición de desequilibrios que resulta luego muy costoso corregir, podría parecer que la política monetaria debería proponerse, junto a su objetivo básico de mantener la estabilidad de los precios de los bienes y servicios, la tarea de moderar las fluctuaciones en los precios de los activos financieros. Podría pensarse que las autoridades deberían actuar para moderar el alza de los precios de dichos activos al menos cuando consideren que estos registran una sobrevaloración generalizada porque superan ampliamente los precios justificados por los que se entiende que son los valores fundamentales de la economía de cara al futuro.

El problema para aplicar tal tipo de prescripción radica en que, como hemos visto, resulta muy difícil determinar en qué cuantía un auge bursátil contiene una sobrevaloración generalizada de las acciones. Los bancos centrales no

tienen razones para suponer que son capaces de prever el futuro mejor que unos mercados bien informados y han de ser muy precavidos ante los efectos desestabilizadores, financieros y reales, que podrían seguirse de un intento de «pinchar» una supuesta «burbuja» financiera.

Las políticas monetarias deben atenerse a su objetivo de mantener la estabilidad de los precios y ocuparse de los desarrollos bursátiles alcistas solamente en la medida en que contengan información sobre presiones inflacionistas o estén acompañados de procesos crediticios e inversiones bancarias que aumenten la fragilidad del sistema financiero. Tampoco es esta, sin embargo, una prescripción sencilla para la política monetaria, porque los auges bursátiles pueden ir acompañados, durante bastante tiempo, de un comportamiento moderado de la tasa de inflación. Tomemos, por ejemplo, la intensa elevación del valor de los activos —financieros, pero también inmobiliarios— de Japón en los años ochenta, que hoy es considerada un caso típico de burbuja cuyo fuerte desarrollo y posterior colapso han tenido efectos muy nocivos de los que la economía japonesa aún esta recuperándose. Hoy, con la ventaja que da la perspectiva histórica, vemos así las cosas, pero en los años ochenta podían parecer muy distintas: la economía japonesa estaba avanzando con rapidez y un fuerte ritmo de inversión y un rápido incremento de la productividad prometían un futuro con un crecimiento vigoroso del producto y de los beneficios empresariales, de modo que la evolución alcista del precio de las acciones podía corresponder a los fundamentos económicos; además, la tasa de inflación se comportó muy bien hasta finales de la década —aunque debido, en parte, a factores temporales, como la baja del precio del petróleo en 1986 y la apreciación del yen desde 1985—. El hecho es que las autoridades japonesas adoptaron una política monetaria acomodante que solo abandonaron tarde, en 1989, para actuar después en un sentido desestabilizador cuyos efectos negativos se vieron acentuados por los intensos elementos de fragilidad acumulados en los intermediarios financieros durante el auge.

La política monetaria tampoco ha actuado para frenar la fuerte elevación de los precios de los activos bursátiles en los Estados Unidos hasta hace poco; la decisión de endurecer de modo persistente las condiciones monetarias solo ha llegado cuando la Reserva Federal se ha enfrentado con una presión excesiva de la demanda que amenaza con intensificar aún más el déficit exterior y conducir a una aceleración de salarios y precios. Durante bastante tiempo, la Reserva Federal pensó que, si bien la demanda estaba creciendo con fuerza, los

avances tecnológicos y los demás cambios registrados en la economía estaban impulsando el producto potencial y permitiendo que la inflación se mantuviese a niveles modestos con tasas muy bajas de paro; creía que estas condiciones podrían mantenerse en el futuro y rehusó, en consecuencia, introducir subidas de tipos de interés que pudieran quebrar un proceso tan favorable. Por otro parte, el auge bursátil no iba acompañado de alzas preocupantes en los precios de los activos inmobiliarios ni de una situación de fragilidad en los intermediarios financieros —a diferencia de lo que había ocurrido en Japón unos años antes—. La política monetaria mostró así una tónica acomodante y Alan Greenspan se limitó a recomendar, una y otra vez, prudencia a los inversores bursátiles.

Esta actitud solo cambió a mediados de 1999, cuando la Reserva Federal se convenció de que los fuertes aumentos de la demanda estaban excediendo crecientemente al ritmo de avance del producto potencial y creando una situación proclive al incremento de los salarios y de los precios —alentada, además, por la elevación de los precios del petróleo y de otros productos en los mercados internacionales—. En palabras de Greenspan, el pasado mes de febrero, «el problema consiste en que la mejora de la productividad (resultante de la innovación y de la extensión de las nuevas tecnologías) tiende a generar aumentos incluso mayores en la demanda agregada que en la oferta potencial agregada. Esto ocurre, principalmente, porque un incremento en el crecimiento estructural de la productividad induce mejores expectativas sobre los beneficios a largo plazo de las empresas. Esto, a su vez, no solo estimula la inversión empresarial, sino que también eleva los precios de las acciones y el valor de mercado de los activos en poder de los consumidores, creando un poder de compra adicional para el cual no se han producido aún bienes y servicios». A partir de este cambio de actitud, la Reserva Federal ha elevado en cinco ocasiones su tipo de interés de intervención, desde el pasado mes de junio, con una subida total de 125 puntos básicos; y cabe prever que el proceso de endurecimiento de la política monetaria continuará en los próximos meses. De nuevo en palabras de Greenspan, «hasta que las fuerzas del mercado, ayudadas por una Reserva Federal vigilante, efectúen el relineamiento monetario del crecimiento de la demanda agregada con el crecimiento de la oferta potencial agregada, los beneficios de la aceleración innovadora de la productividad estarán corriendo el riesgo de ser minadas por la inestabilidad económica y financiera».

¿Qué grado de restricción monetaria requerirá ese alineamiento o ajuste de la demanda y

la oferta agregadas? Si la Reserva Federal mantiene el gradualismo que ha venido practicando hasta ahora en el endurecimiento de la política monetaria, entonces, dado el fuerte impulso que viene registrando el crecimiento del producto, cabe prever que el año actual se cierre con tasas de crecimiento del producto superiores al 4 % y sin haber conseguido el ajuste deseado. Ello llevaría, probablemente, a nuevas elevaciones paulatinas de tipos en el año próximo, excepto que la bolsa se debilitase de modo muy significativo. Por el contrario, si la inflación se acelerase, la política monetaria tendería a hacerse más agresiva con efectos negativos sobre el ritmo de producción, el empleo, las cotizaciones bursátiles y el tipo de cambio del dólar. En este caso no se conseguiría el «aterrizaje suave» deseado, pero, dadas las condiciones básicas que muestra la economía americana, no parece que el ajuste contractivo fuera a revestir caracteres muy duros ni muy prolongados.

En todo caso, cualesquiera que sean las virtudes de la «nueva economía», esta no ha relegado a la historia los riesgos inflacionistas ni las fluctuaciones cíclicas.

Vista desde este lado del Atlántico, la situación actual de la economía americana es, sin duda, fuente de inquietudes. ¿Conseguirá la Reserva Federal corregir adecuadamente los desequilibrios en un proceso de ajuste suave o se verá, finalmente, forzada a provocar un ajuste brusco ante la persistencia posible de los problemas? Y, en este último caso, ¿cuál sería la intensidad de los efectos contractivos irradiados desde los Estados Unidos? Ya hemos examinado los elementos de incertidumbre que afectan, hoy, a las respuestas a estas preguntas y ya he expresado mi opinión, moderadamente optimista, sobre el probable desarrollo futuro de los acontecimientos. Supondré, en consecuencia, que la economía de los Estados Unidos va a registrar un proceso de ajuste relativamente suave y que las previsiones centrales que expuse inicialmente —y que atribuyen una tasa conjunta de crecimiento algo superior al 3 % a los países industriales para este año y los próximos— pueden aceptarse como una referencia razonable.

Este período de expansión que tienen, en principio, por delante las economías europeas les ofrece, en todo caso, la oportunidad de abordar un conjunto de decisiones que podrían inducir tasas de crecimiento superiores a las previstas, que podrían protegerlas de posibles efectos negativos irradiados por un ajuste brusco de la economía americana y que tenderían a asegurarles un crecimiento más firme a largo plazo. El reciente Consejo Europeo extraordi-

nario ha puesto sobre la mesa el retraso que Europa viene registrando en el desarrollo de las nuevas tecnologías. No es el único ámbito en el que Europa acumula retrasos y la mayor parte de ellos se encuentran interrelacionados; pero el relativo a las nuevas tecnologías es el más llamativo en estos momentos, porque parece ofrecer una clave de la disparidad de resultados cosechados por la economía americana y las economías europeas en estos últimos años y porque su persistencia podría causar graves daños al crecimiento europeo en el futuro. En cualquier caso, la preocupación por impulsar las nuevas tecnologías lleva inevitablemente a reflexionar sobre una amplia gama de factores y de condiciones que inciden sobre su avance y sobre la absorción de los efectos transformadores que promete.

Si atendemos a los índices generales de las cotizaciones bursátiles en el área del euro, comprobamos que el subíndice de valores tecnológicos se ha multiplicado aproximadamente por tres a lo largo de los dos últimos años, mientras que el subíndice correspondiente al resto del mercado ha avanzado solamente en torno a un 50 % en el mismo período. Utilizo el adverbio «solamente» para subrayar la disparidad en el comportamiento de los dos sectores bursátiles en el área; y esa disparidad aún se ha acentuado más en los últimos tiempos, cuando la fiebre por los valores relacionados con Internet ha alcanzado a Europa: los precios de muchas compañías han alcanzado niveles difícilmente justificables y los inversores han preferido ignorar que incluso los más entusiastas aceptan que al menos un 80 % de esas compañías no sobrevivirán. Debajo de esos excesos bursátiles yace, sin embargo, una sólida realidad: las nuevas tecnologías están afectando ya a las empresas y al comercio, aunque se encuentran solo, incluso en los Estados Unidos, en los comienzos de un proceso de transformación que ofrecerá a las economías más transparencia, más eficacia y mejoras en la productividad. Por ejemplo, el comercio electrónico no alcanza grandes cifras por el momento, pero está creciendo con gran rapidez. En Estados Unidos, las transacciones *business-to-business* (B2B), que representan, hoy, el 80 % del comercio electrónico y que prometen reducciones de costes a las empresas en sus aprovisionamientos de *inputs*, estrechamientos de márgenes en intermediarios y productores y, en último término, precios más bajos a los consumidores; las transacciones B2B —como digo— ascendieron a unos 120 mil millones de dólares el pasado año, pero se espera que alcance los 4 billones (españoles) de dólares en el año 2003; y en el comercio *business-to-consumer* (B2C), al que se asignan límites de expansión más cercanos, las ventas se triplicaron el pasa-

do año. Ahora bien, más del 75 % del comercio electrónico total del mundo se desarrolla, hoy, en los Estados Unidos, lo cual da idea del retraso relativo de Europa (con la excepción parcial de los países bálticos). Así pues, en Europa, y concretamente en el área del euro, la fiebre bursátil por las acciones relacionadas con las nuevas tecnologías tiene tras de sí una realidad mucho más incipiente que en Estados Unidos; se basa, aún más que en este último país, en un panorama de potencialidades previstas.

El problema radica, por tanto, en lograr el despliegue de esas potencialidades en Europa, un problema que no es simplemente ni primordialmente técnico, porque el rigor y la continuidad de los procesos de innovación tecnológica dependen estrechamente del contexto económico e institucional en el que se desarrollan y que los obstaculiza o los alienta. La vitalidad de la economía americana en estos años se ha visto sensiblemente favorecida por la presencia de unos mercados ágiles y competitivos y por las políticas de desregulación aplicadas en un entorno en el que la creciente globalización de los mercados ha propiciado un incremento sustancial de la competencia exterior. También ha sido relevante el papel que han desempeñado las políticas macroeconómicas instrumentadas, durante estos años, en Estados Unidos. Así, mientras que el tono de la política monetaria ha ido adaptándose progresivamente a las exigencias de un entorno de gran dinamismo a fin de mantener la estabilidad de precios, la política fiscal ha culminado el proceso de consolidación presupuestaria, lo que ha ampliado la capacidad del sector privado para financiar nuevos proyectos de inversión en condiciones de tipos de interés reales muy favorables.

Cabe preguntarse, por tanto, si las economías europeas podrán compartir, en un futuro más o menos próximo, algunos de los rasgos que se han venido observando al otro lado del Atlántico. En principio, la respuesta debería ser positiva, pero conviene formular algunas reflexiones sobre los factores o características que pueden fomentar o entorpecer, en el caso europeo, los procesos de reestructuración del aparato productivo y de distribución que van normalmente asociados a la innovación tecnológica. En este sentido, me parece oportuno distinguir entre los aspectos de naturaleza micro y macroeconómica.

En relación con los factores microeconómicos, la introducción de innovaciones tecnológicas en los procesos de producción y distribución entraña la sustitución de trabajo por capital en algunos sectores y actividades, y el desplazamiento del capital y el trabajo desde los sectores más tradicionales hacia aquellos que ofre-

cen mejores perspectivas. De ahí la importancia de tener unos mercados de bienes y servicios competitivos, un mercado de trabajo ágil y flexible y unos mercados financieros eficientes.

Como bien saben Vds., a pesar de las mejoras registradas en estos últimos años, como consecuencia de la creación, primero, del Mercado Interior comunitario y, más tarde, de la Unión Económica y Monetaria, las economías europeas no gozan aún de los grados de competencia y flexibilidad que serían necesarios para aprovechar plenamente los efectos dinamizadores que podrían derivar de la introducción en Europa de los procesos de innovación tecnológica ya desarrollados en los Estados Unidos. Por un lado, como reflejan las elevadas tasas de paro y la escasa capacidad de creación de empleo en la gran mayoría de las economías europeas, los mercados de trabajo distan aún de poseer la flexibilidad salarial y la movilidad geográfica y funcional necesarias para llevar a cabo eficazmente los procesos de sustitución entre capital y trabajo, así como la reasignación de factores entre los distintos sectores productivos. Por otro lado, la pervivencia de normas y regulaciones que mantienen ciertos mercados de bienes y, especialmente, de servicios insuficientemente expuestos a las fuerzas de la competencia actúa como un elemento retardatario de la introducción de las nuevas tecnologías. Igualmente, la ausencia de unos mercados de capital-riesgo suficientemente desarrollados entorpece la adecuada financiación de las actividades y de los proyectos empresariales que actúan como transmisores de las innovaciones.

Junto a las medidas de naturaleza estrictamente microeconómica, que van encaminadas a mejorar la eficiencia en la asignación de los recursos a través del mercado, resulta también imprescindible mantener, en el ámbito europeo, un clima de estabilidad macroeconómica que proporcione el marco adecuado para el desarrollo de la actividad. En este sentido, la profundización de los procesos de consolidación fiscal, encaminados a alcanzar el equilibrio presupuestario según lo dispuesto en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, constituye un elemento básico para favorecer la capacidad del sector privado para financiar los procesos de reorganización empresarial y, en general, las actividades de producción que los nuevos tiempos demandan. Una política monetaria firmemente orientada a la estabilidad de precios tranquiliza, por su parte, las expectativas empresariales en cuanto a los riesgos de «ciclos de inflación» y favorece, por esta vía, el crecimiento de las economías.

Si se toma la referencia de los Estados Unidos, inevitable en este ámbito, se observa que

las nuevas tecnologías se han desarrollado de un modo espontáneo, respondiendo y adaptándose a un medio favorable que ellas están, a su vez, contribuyendo a transformar. Su despliegue, su extensión y sus efectos se benefician de un clima de competencia y de estabilidad, no de las intervenciones públicas. Cuando algún gobierno europeo ha intentado conducir el proceso mediante políticas intervencionistas, solo ha conseguido retrasarlo —como el propio gobierno al que me refiero, ahora reconoce—. Las nuevas tecnologías plantean, desde luego, un conjunto de problemas, tales como los relativos a los impuestos, la publicidad, la protección de datos y de la intimidad, la jurisdicción en los conflictos entre partes, la protección del consumidor, etc., que requieren un marco legal proporcionado por los Estados, pero que estos deben diseñar sin ceder a la tentación de regular más de lo estrictamente necesario. Por lo demás, los gobiernos tienen que aceptar que el protagonismo en el desarrollo tecnológico no les corresponde a ellos, sino al sector privado, y que su papel ha de consistir, básicamente, en facilitar el proceso y en crear unas condiciones generales que lo favorezcan.

A estos criterios corresponde la posición que, impulsada por el Reino Unido y España, con el apoyo de Italia y Portugal, ha resultado dominante, no sin reservas, en los acuerdos del Consejo Europeo Extraordinario de Lisboa orientados a impulsar las nuevas tecnologías. El acuerdo fundamental, a este respecto, es el compromiso de disponer en Europa, a finales del próximo año, de «unos mercados de telecomunicaciones plenamente liberalizados e integrados», lo cual llevará, indudablemente, a reducir el coste de las llamadas telefónicas y del acceso a Internet —hoy, dos veces más altos en Europa que en los Estados Unidos, en promedio— y a aumentar el número de usuarios del comercio electrónico. Otras decisiones del Consejo se orientan a mejorar el contexto general en el que habrán de avanzar las nuevas tecnologías, y así, se proponen abaratar y abreviar los trámites administrativos para la creación de empresas, favorecer a las empresas de pequeña dimensión, que desempeñan un papel importante en la innovación tecnológica, mejorar la eficiencia de los mercados financieros europeos y estimular la disponibilidad de capital-riesgo y, en fin, dedicar más recursos a la investigación, la educación y la formación técnica y profesional requeridas por la denominada «sociedad de la información y el conocimiento» que los gobiernos desean para Europa.

Hay que esperar que las líneas de actuación acordadas en Lisboa —unas sometidas a calendario y otras no— y el logro de las aspiraciones que incorporan no se vean entorpecidas

por disensiones surgidas en el complejo mundo de la política europea. Y hay que esperar que esos programas de actuación se articulen con el objetivo, también formulado en Lisboa, de incrementar fuertemente el empleo en esta década y con el propósito de encontrar sistemas sólidos y sostenibles de protección social en Europa. Porque estos no son objetivos y propósitos que deban ser erosionados por un mayor dinamismo tecnológico, sino que han de ser abordados y resueltos teniendo en cuenta el probable futuro tecnológico de Europa y la realidad firme de las tendencias demográficas y de las condiciones que de ellas derivan para diseñar sistemas de protección social adecuados y sostenibles.

En fin, el despliegue de las nuevas tecnologías es inseparable del aumento de la competencia y de las reacciones que han suscitado los procesos de globalización y de desregulación; su ritmo de avance dependerá del grado en el que el contexto económico general le sea favorable. Las nuevas tecnologías no resolve-

rán, desde luego, todos los problemas económicos: persistirán los riesgos de inflación, las fluctuaciones cíclicas, las dificultades para lograr y mantener niveles de empleo altos y estables. No sabemos cuáles serán, finalmente, la importancia y la intensidad de la revolución que muchos anuncian; pero pasarán los excesos bursátiles, unas empresas del ámbito Internet sobrevivirán y otras —las más— desaparecerán e irán aflorando los beneficios de la mayor transparencia, el mejor funcionamiento del mecanismo de los precios, la reducción de costes y la más alta productividad que los nuevos desarrollos habrán inducido con toda probabilidad. No es este un proceso en el que las economías europeas puedan permitirse retrasos persistentes que dañarían su futuro; su despliegue puede, por el contrario, tener efectos más favorables en Europa que en los Estados Unidos, al intensificar la competencia y presionar a los gobiernos para que favorezcan la reducción de las rigideces de los mercados.

27.4.2000.

Informe trimestral de la economía española

1. Rasgos básicos

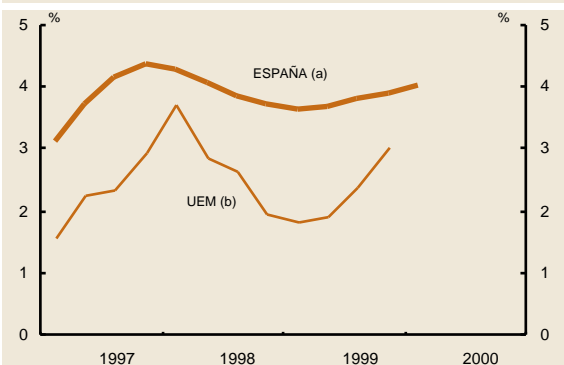
La economía española mantiene al comienzo del año 2000 un ritmo de crecimiento elevado. La consolidación de la expansión de los mercados exteriores y el dinamismo que conserva la demanda interna han situado la tasa de variación interanual del producto interior bruto (PIB) real del primer trimestre en el 4 %, según la estimación del Banco de España, ligeramente por encima de la tasa avanzada por el Instituto Nacional de Estadística (INE) para el último trimestre de 1999. El resto de las economías de la Unión Económica y Monetaria (UEM) participan también de este clima de crecimiento, según los indicadores disponibles para los primeros meses del año. La tasa de aumento del índice armonizado de precios de consumo (IAPC) del área ha seguido acelerándose, hasta alcanzar el 2,1 % en el pasado mes de marzo —3 % en la economía española—, debido, en ambos casos, básicamente, a la incidencia de los incrementos registrados por los precios energéticos, que, en los últimos meses, alcanzaron su máximo impacto.

En los gráficos 1 y 3 se aprecia que el diferencial entre el ritmo de crecimiento de la economía española y el del conjunto de países de la UEM tiende a atenuarse, mientras que las diferencias entre las tasas de crecimiento de los precios de consumo —medidas a través de los índices armonizados— se han acortado ligeramente. Detrás de la notable recuperación de las economías del área se encuentra, por una parte, el impacto expansivo del entorno exterior, así como la recuperación, cada vez más firme, aunque todavía con desigual intensidad entre los distintos países, de la demanda interna; en la economía española, sin embargo, aunque la mejora en la contribución de la demanda exterior neta alcanza una relevancia similar, la demanda interna, tras cuatro años de notable vigor, tiende a moderar su ya elevada tasa de crecimiento.

En concreto, para el primer trimestre de 2000 se estima que la demanda nacional real de la economía española pudo alcanzar una tasa de variación interanual del orden del 4,5 %, siendo la aportación negativa de la demanda exterior neta de medio punto porcentual, aproximadamente. La valoración de estos datos, al compararlos con los del último trimestre de 1999, debe hacerse con cautela, ya que las cifras del INE podrían modificarse cuando se incorpore la información que no estuvo disponible en el momento de su publicación. La tendencia que se aprecia en los indicadores que sustentan estas estimaciones es hacia una estabilización o moderada pérdida de ritmo en la tasa de crecimiento interanual de la demanda interna en los primeros meses del año actual, y hacia una mejora en la aportación negativa del saldo neto exterior.

GRÁFICO 1

Producto interior bruto



Fuentes: Banco Central Europeo, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

(a) Tasas de variación interanuales, sin centrar, calculadas sobre la serie ciclo-tendencia.

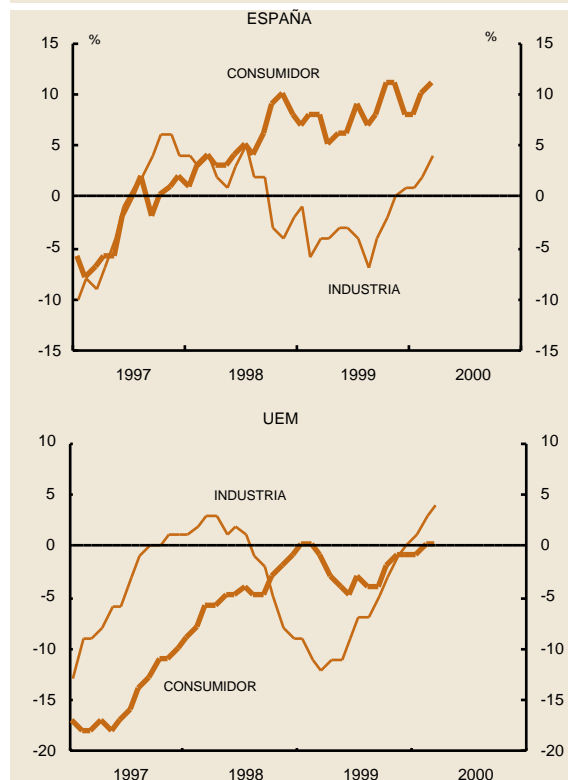
(b) Tasas de variación interanuales, sin centrar, calculadas sobre la serie ajustada de estacionalidad.

La continuidad de la fase de crecimiento en la economía de los Estados Unidos ha desempeñado un papel fundamental en la extensión de un clima expansivo a, prácticamente, la totalidad de las principales áreas económicas mundiales, con la destacada excepción de Japón. La estabilidad macroeconómica y financiera alcanzada en muchos de estos países —o los avances realizados para su consecución— ha sido un factor fundamental para la generalización de este entorno favorable, tras el cual se encuentra también la difusión de los importantes avances tecnológicos que están teniendo lugar en sectores clave de las economías. El fuerte aumento experimentado por los precios de los productos energéticos desde mediados del pasado año ha supuesto una amenaza para el mantenimiento de la estabilidad con la que transcurre este proceso, y aunque los últimos acontecimientos registrados en el mercado del crudo de petróleo tienden a aliviar las tensiones creadas, el impacto de las alzas registradas no se ha agotado aún, y a él habría que añadir el rebrote que se está produciendo en los precios de otras materias primas y de algunos productos manufacturados. Estos efectos se dejan sentir con mayor intensidad en las economías cuyas monedas se han depreciado, o que se encuentran en fases de crecimiento más avanzadas.

La tasa de variación interanual del IAPC de las economías de la UEM alcanzó el pasado mes de marzo un 2,1 %, como ya se ha dicho, que supera en un punto porcentual, aproximadamente, a la que se registraba a mediados del año pasado. El fuerte aumento experimentado

GRÁFICO 2

Indicadores de confianza



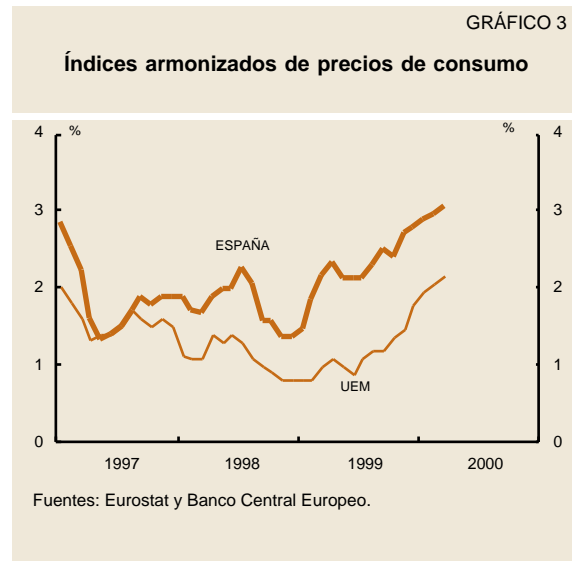
Fuente: Comisión Europea.

por los precios de los productos energéticos en los mercados internacionales, amplificado a través de los precios de importación por la depreciación del euro, es el factor que explica, en gran medida, este fenómeno. El cambio en el panorama sobre la evolución futura de los precios, la consolidación de la recuperación de la tasa de actividad económica del conjunto de la zona y la persistencia de ritmos de crecimiento elevado en los agregados monetarios y crediticios —cuya valoración trasciende ya de la incidencia de los factores de carácter pasajero que tuvieron lugar durante el primer año de andadura dentro de la Unión Monetaria— llevaron al Banco Central Europeo (BCE) a proseguir, en los meses de febrero y marzo, la pauta de elevar gradualmente el tipo de interés de referencia iniciada en noviembre del pasado año, hasta situarlo en el 3,5 %. Estos movimientos en los tipos de interés ya habían sido anticipados por los mercados monetarios, que adelantaron, a su vez, las expectativas sobre futuros movimientos al alza. La evolución de los mercados financieros —y, en especial, de los mercados bursátiles— estuvo también influida por la variabilidad que trasmitían los mercados norteamericanos.

El tono de las políticas fiscales instrumentadas por la mayoría de las economías del área permitió reducir el déficit de las cuentas públicas agregadas hasta el 1,2 % del PIB en 1999, esperándose nuevos recortes para el actual ejercicio que deberían incidir, sobre todo, en un control efectivo del gasto. Las negociaciones salariales para el año no han confirmado los temores que las elevadas reivindicaciones en Alemania habían suscitado; esto, unido a las expectativas positivas sobre la evolución del precio del crudo y a la reacción de las autoridades monetarias, conforma un entorno más propicio para que se vayan atenuando las presiones sobre los precios de consumo en la segunda mitad del año.

Las condiciones monetarias y financieras holgadas que siguen prevaleciendo en el conjunto de la UEM se transmiten a la economía española con las peculiaridades que determina su posición cíclica más avanzada. Así, son los agregados más estrechos —los que guardan una relación más directa con las decisiones de gasto— los que registraron mayores tasas de aumento en los primeros meses del año, y el crecimiento de la financiación al sector privado siguió siendo muy elevado —en torno al 19 %—, excediendo ampliamente al que se registra en el conjunto del área (véase gráfico 4). En cuanto a la política fiscal, el año 1999 se cerró con un déficit para el conjunto de las Administraciones Públicas (AAPP) del 1,1 % del PIB, un resultado mejor que el esperado. Los datos sobre la ejecución del presupuesto del Estado en el primer trimestre del año muestran también una evolución favorable. Por el lado de los ingresos, destaca el rendimiento que siguen aportando los impuestos indirectos, estrechamente relacionados con el dinamismo de la actividad económica; el fuerte aumento de los gastos se explica, a su vez, por la concentración en estos meses de fuertes pagos de intereses. De hecho, cuando la periodificación de estos pagos se realiza de acuerdo con los criterios de la Contabilidad Nacional los resultados son muy positivos, habiéndose registrado, durante el primer trimestre, un ligero déficit en las cuentas del Estado, similar al del mismo período del año pasado.

En este marco, en el que a los factores impulsores del gasto interno se ha añadido un mayor dinamismo de la exportación, se estima que la demanda final de la economía alcanzó una tasa de variación interanual del orden del 6 %, en términos reales, durante el primer trimestre del año, superando a la registrada a lo largo de 1999; la aceleración del producto fue, como ya se ha dicho, menos intensa, debido a que dos puntos, aproximadamente, del creci-



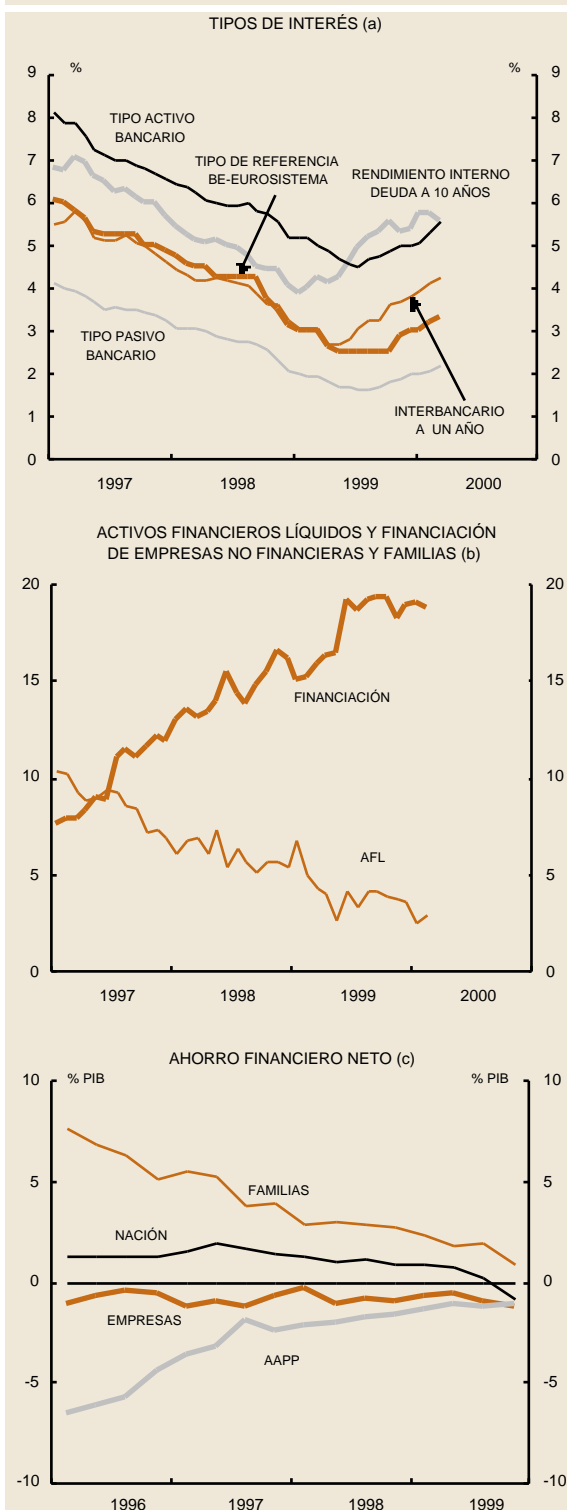
miento de la demanda se filtraron hacia el exterior, a través del aumento de las importaciones.

Entre los componentes de la demanda nacional destaca el vigor del consumo privado, tal como muestra la mayoría de los indicadores publicados. Los factores que explican la persistencia, por tercer año consecutivo, de tasas de crecimiento del consumo real elevadas siguen siendo, básicamente: el aumento de la renta real disponible, los bajos tipos de interés reales, las ganancias de riqueza y las expectativas favorables de los consumidores. Resulta especialmente relevante en estos primeros meses del año el impacto expansivo que están teniendo sobre las rentas de las familias los mecanismos compensatorios que a través de las cláusulas de revisión salarial y de pensiones trasladan a los ingresos del año corriente las diferencias entre el crecimiento previsto para los precios de consumo y el efectivamente registrado durante el pasado año; diferencias que, en gran medida, tuvieron su origen en el aumento experimentado por los precios de los productos energéticos. Los intentos de evitar las pérdidas de renta real que se derivan de los *shocks* de origen externo resultan, a medio plazo, infructuosos y pueden tener consecuencias no deseadas sobre la tasa de inflación. El aumento del gasto de consumo y el notable dinamismo de la inversión en vivienda —donde se aprecian solo los primeros síntomas de desaceleración— están reduciendo la capacidad de financiación de las familias, y así lo confirma la estimación de su ahorro financiero neto, que a finales del pasado año se situó en unos niveles históricamente bajos.

La desaceleración que se aprecia en la inversión en construcción —inferior a la que se esperaba hace unos meses, posiblemente por

GRÁFICO 4

Indicadores financieros de la economía española



Fuente: Banco de España.

(a) Las series son medias de datos diarios.

(b) La financiación incluye el crédito bancario concedido por entidades de crédito residentes y no residentes, y los valores de renta fija.

(c) Datos acumulados de cuatro trimestres.

la firmeza de la inversión en vivienda— se debe, por tanto, a la evolución de la obra pública, que ya comenzó a disminuir su tasa de crecimiento a mediados del año pasado. En cuanto a la inversión en equipo, mantiene un tono similar al del cuarto trimestre de 1999, año en el que se fue desacelerando paulatinamente. El vigor que experimenta la demanda final de la economía y las condiciones favorables que prevalecen en las empresas se reflejan en las expectativas favorables que sobre la evolución futura de la inversión recoge la mayoría de las encuestas.

Como ya se ha dicho, la recuperación de las exportaciones de bienes está siendo un factor fundamental en la intensificación del ritmo de crecimiento de la economía española en los primeros meses del año, igual que en el resto de economías de la UEM. Al tirón experimentado por los mercados de fuera del área y a la debilidad del euro se añade el impulso que proporciona el creciente dinamismo del comercio intracomunitario, al incorporarse a este proceso algunas de las economías más rezagadas de la zona. La persistencia de altas tasas de crecimiento real de las importaciones, acentuadas por el notable rebrote que han experimentado los precios de importación, aumenta el desequilibrio acumulado por las cuentas exteriores, a pesar de que otros componentes de las mismas —el turismo y las transferencias, especialmente— contribuyen a su contención.

La evolución del empleo en los primeros meses del año 2000 corrobora el vigor que está experimentando la actividad económica, extensivo a prácticamente la totalidad de las ramas productivas. La moderada desaceleración que se arrastraba desde el pasado ejercicio en el ritmo de creación de nuevos puestos de trabajo netos no parece que se haya intensificado, y está permitiendo una paulatina recuperación en la productividad aparente del trabajo. Esta, a su vez, impide que el rebrote que se aprecia en los salarios, como consecuencia, hasta el momento, de la incidencia de las cláusulas de revisión y de los convenios plurianuales —la información sobre los nuevos convenios es todavía poco relevante—, se traslade plenamente a los costes unitarios laborales, cuyo ritmo de crecimiento no difiere sustancialmente del registrado en el pasado ejercicio, superior al de la mayoría de países de la UEM.

En cuanto al comportamiento de los precios, el índice de precios de consumo (IPC) ha estabilizado su tasa de variación interanual muy cerca del 3 % en el primer trimestre, debido, fundamentalmente, a la incidencia de las alzas experimentadas por los precios energéticos. Los precios de los alimentos están teniendo, en

líneas generales, un desarrollo favorable, mientras que los bienes industriales no energéticos están acentuando considerablemente su tasa de avance, abriéndose el diferencial con los países de la UEM, medido a través de los IAPC. El diferencial de los servicios, sin embargo, se está reduciendo ligeramente, ya que se ha acelerado su ritmo de crecimiento en el conjunto del área del euro, mientras que en la economía española permanece estabilizado.

La economía española ha iniciado el año 2000, por tanto, en unas circunstancias que no difieren sustancialmente de las que prevalecían al final del pasado ejercicio: el entorno

exterior afianza su recuperación y las expectativas de crecimiento de la economía mundial se están revisando al alza; persisten las tensiones de precios en algunos mercados de materias primas que, en el caso de los productos energéticos, tienden a atenuarse; las condiciones monetarias y financieras son particularmente holgadas, aunque, en los últimos meses, se ha producido un giro en el tono de la política monetaria del conjunto del área del euro; y, en fin, continúa reduciéndose el desequilibrio de las cuentas públicas, favorecidas por los aumentos en la recaudación que trae consigo el dinamismo de la actividad económica.

2. El entorno exterior de la zona del euro

En el primer trimestre de 2000 se han reforzado las tendencias observadas en los últimos meses de 1999 relativas al crecimiento económico del entorno exterior del área del euro. Los indicadores disponibles señalan la prolongación de la vigorosa expansión del crecimiento en los Estados Unidos, la aceleración de la actividad en el resto de los países de la Unión Europea (UE) y en las *economías* emergentes del sudeste asiático, así como la consolidación de la recuperación de Latinoamérica. Menos favorable resulta la evolución de Japón, si bien han aparecido recientemente algunos signos alentadores que podrían justificar la vuelta a tasas de crecimiento positivas. Los avances generalizados en la actividad mundial coinciden con el empeoramiento de la situación inflacionista, como consecuencia, fundamentalmente, de la elevación de los precios del petróleo. No obstante, a finales de marzo, la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) alcanzó un acuerdo para aumentar la producción del crudo, que contribuirá a estabilizar los precios del petróleo en los próximos meses, aunque todavía seguirán sintiéndose los efectos desfasados de las alzas acumuladas en el pasado.

Según los datos definitivos de la contabilidad nacional de Estados Unidos, el PIB registró una tasa interanual de crecimiento del 4,6 % en el cuarto trimestre de 1999 (7,3 % en tasa intertrimestral anualizada), superior en tres décimas a la tasa del trimestre anterior, como resultado de un avance adicional de la demanda interna que compensó el mayor deterioro de la demanda exterior neta. Estos datos sitúan el crecimiento medio del año 1999 en el 4,2 %, solo una décima inferior a la tasa correspondiente a 1998, siendo el tercer año consecutivo en que el PIB presenta una tasa de aumento superior al 4 % (véase gráfico 5). La fortaleza de la actividad ha sido compatible con una evolución favorable de los costes interiores, aproximados por el deflactor implícito del PIB, que experimentaron un aumento medio del 1,5 % (1,2 % en 1998), a pesar de haberse alcanzado una posición próxima al pleno empleo, debido a la favorable evolución de la productividad del trabajo. Este patrón de crecimiento parece cada vez más difícilmente explicable como resultado, tan solo, de la interacción de una serie de elementos coyunturales favorables y de la combinación de políticas orientadas a la estabilidad macroeconómica. La extensión del período de crecimiento no inflacionario en este país y el fuerte incremento de la productividad del trabajo sugieren la existencia de cambios en la estructura de la economía que pueden estar incidiendo positivamente sobre su crecimiento potencial, y, que, según la evidencia disponible, estarían relacionadas con la incorporación del progreso

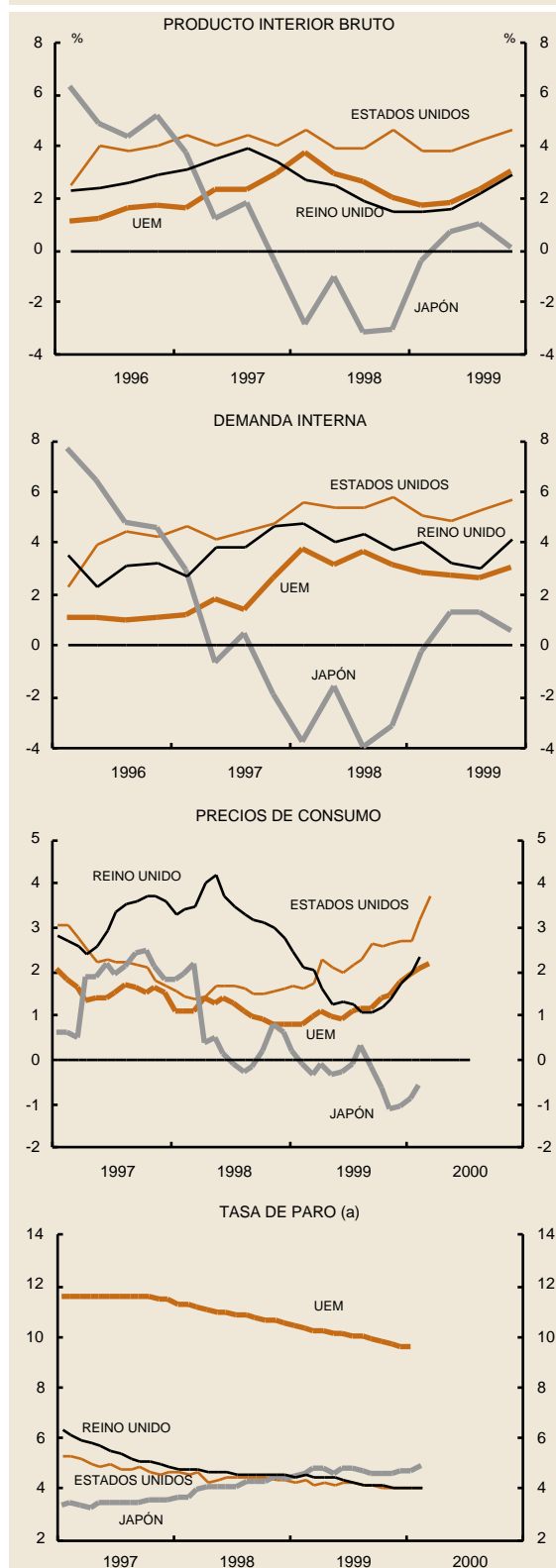
técnico derivado del desarrollo de la tecnología de la información y de las comunicaciones.

Los indicadores económicos referidos al primer trimestre de 2000 señalan el mantenimiento del dinamismo de la demanda y una agudización adicional de los desequilibrios existentes. En efecto, los indicadores de consumo reflejan, en los dos primeros meses, la continuidad del elevado crecimiento del gasto, destacando el nuevo mínimo alcanzado por la tasa de ahorro de las familias, que, tras registrar un incremento medio en el cuarto trimestre de 1999 de 1,9 %, ha descendido hasta el 0,8 % en el mes de febrero. Por su parte, los indicadores de producción también han mostrado una evolución expansiva, mientras que el empleo ha continuado aumentando en el primer trimestre del año. Los indicadores mensuales de salarios no señalan ninguna aceleración respecto a meses recientes, por lo que, dado el fuerte crecimiento previsto de la productividad en el primer trimestre de 2000, los costes laborales unitarios siguen contenidos. No obstante, los precios de consumo crecieron, en marzo, a una tasa interanual del 3,7 %, lo que constituye una fuerte aceleración sobre el 2,7 % de enero y el 3,2 % de febrero; una vez detraídos los componentes alimenticios y energéticos, la inflación subyacente registró un avance del 2,4 %, lo que representa también un considerable incremento respecto al 1,8 % de enero y el 2,1 % de febrero. Por último, el deterioro de la relación real de intercambio continúa aumentando el déficit de la balanza comercial, lo que puede suponer una erosión adicional del saldo por cuenta corriente a lo largo del presente año.

En Japón, el PIB registró en el cuarto trimestre de 1999 un descenso intertrimestral, por segunda vez consecutiva, que supuso una variación interanual nula, con lo que el año 1999 se cerró con un crecimiento medio del 0,3 %, muy inferior a las previsiones, aunque claramente superior al -2,3 % de 1998. El empeoramiento económico registrado en la segunda parte del año ha venido afectado por el agotamiento de los estímulos del anterior paquete fiscal, el deteriorado clima de confianza, especialmente de los consumidores, y la apreciación del yen en términos efectivos. El único componente de la demanda interna que mostró una evolución favorable en el cuarto trimestre del año fue la inversión privada, en línea con la mejoría gradual de la confianza empresarial y con los avances emprendidos en la reestructuración de la industria. La atonía del consumo privado en los dos últimos trimestres de 1999 pareció acusar la evolución negativa del mercado de trabajo en ese período y la reducción de los salarios, aunque, sobre todo, responde a la persistencia de las expectativas deflacionistas.

GRÁFICO 5

Principales indicadores macroeconómicos Tasas de variación interanual



Fuentes: Banco de España, estadísticas nacionales y Eurostat.
(a) Porcentaje de la población activa.

Por su parte, la contribución negativa de la demanda externa fue resultado, en gran medida, de la evolución del tipo de cambio.

Los indicadores disponibles del primer trimestre del año 2000 parecen apuntar una cierta mejoría del ritmo de actividad, por lo que el deterioro económico habido en la última parte del año podría resultar una fase transitoria dentro de la irregular evolución de esta economía. Dentro de la demanda interna, el adelanto del indicador de gasto de los hogares en febrero apunta la posibilidad de una recuperación del consumo privado. Por su parte, el avance registrado en el índice sintético de clima de actividad de la encuesta empresarial Takan de abril y del índice de producción industrial en los dos primeros meses del año podrían anticipar una ligera recuperación de la inversión privada, que permitiría reforzar los efectos expansivos sobre la formación bruta de capital del último paquete fiscal aprobado. Por último, cabe destacar la ralentización de la caída de los precios de consumo en los primeros meses del año y, especialmente, el aumento en febrero de los precios al por mayor, en términos interanuales, por primera vez en más de dos años. No obstante, el limitado margen de las políticas expansivas de demanda y las pérdidas acumuladas de competitividad dificultan la consolidación de una senda de crecimiento en los próximos trimestres. Solo a medio plazo, cuando las reformas estructurales emprendidas comiencen a ofrecer resultados, se espera una recuperación más sostenida de la economía japonesa.

En cuanto a las economías de la UE que no forman parte de la UEM, el Reino Unido mostró una tasa de variación del PIB en el cuarto trimestre de 1999 del 3 %, en términos interanuales, superior al 2,2 % alcanzado en el trimestre anterior, lo que ha elevado el crecimiento medio en 1999 al 2,1 % (2,2 % en 1998). El avance experimentado por el producto en el cuarto trimestre de 1999 se debe, principalmente, al dinamismo de la demanda interna, en especial del consumo privado, que avanzó un 4,5 % respecto al mismo período del año anterior, ya que la contribución del sector exterior registró un retroceso después de tres trimestres de mejora, debido a la fortaleza de la libra esterlina y a la pujanza de la demanda final. Los indicadores disponibles para el primer trimestre de 2000 sugieren la continuidad de la fortaleza de la demanda interior, si bien parecen anticipar una composición del crecimiento en el primer trimestre del año algo más equilibrada que en el período anterior.

Con respecto a la inflación, el índice de precios al por menor excluidos los intereses de hipotecas (utilizado por el Banco de Inglaterra

para fijar sus objetivos) creció en febrero un 2,2 % en tasa interanual, manteniéndose, por tanto, la inflación en los niveles vigentes desde mediados del pasado año. No obstante, a lo largo de este período se ha ampliado el diferencial entre los precios de los servicios y los de los bienes, llegando los primeros a crecer a ritmos próximos al 4 %, muy superiores a las tasas de aumento, cercanas a cero, de los bienes más expuestos al comercio internacional. Adicionalmente, desde los últimos meses de 1999, se han intensificado los signos de tensiones inflacionistas existentes tanto en el mercado laboral, como consecuencia de la reducción del paro, como en el mercado de inmuebles residenciales.

El PIB del área del sudeste de Asia creció en 1999 algo más del 4,5 %, lo que supone una notable aceleración con respecto al año anterior, favorecido por el clima de estabilidad de los mercados financieros y cambiarios a lo largo del año. Los datos del cuarto trimestre de 1999 confirmaron, en la gran mayoría de los países, la aceleración de la actividad ya iniciada en los meses anteriores. El crecimiento del producto fue muy elevado en Corea del Sur y Malasia, y, en menor medida, en Hong Kong, Singapur y China. El resto de economías del área afectadas por la crisis de 1997 —Filipinas, Indonesia y Tailandia— creció a tasas cercanas al 5 %.

Latinoamérica mostró, en el último trimestre de 1999, los primeros signos de recuperación económica, tras la crisis en que venía sumida desde mediados de 1998, favorecida por las mejoras de la actividad en el resto del mundo, en un clima de estabilidad de los mercados financieros y por el aumento del precio de algunas de las materias primas exportadas. El crecimiento medio del PIB en 1999 fue del 0,1 %, algo mayor del previsto, aunque supone la menor tasa registrada en toda la década. En los mercados cambiarios, la mayoría de las monedas ha experimentado apreciaciones significativas, mientras que, en los mercados monetarios y de deuda, los tipos de interés se han reducido de forma apreciable. Las bolsas del área, sin embargo, han seguido tendencias divergentes, destacando, por un lado, los fuertes incrementos de los índices en México, Brasil y Venezuela, frente a la estabilidad o ligeros descensos observados en Argentina, Colombia y Chile.

Por países, Brasil creció un 0,8 % en 1999, gracias a un fuerte repunte de la tasa de aumento del PIB en el último trimestre (3,1 % interanual, frente al -0,2 % del trimestre anterior). La tasa de inflación aumentó de forma no-

RECUADRO 1

El plan de saneamiento de la banca japonesa

A lo largo de la década de los años noventa, la prolongada fase de bajo crecimiento económico y, principalmente, la intensa caída de los precios de los activos financieros y reales produjeron un fuerte empeoramiento de la calidad de la cartera de activos de los bancos japoneses y, en particular, un enorme crecimiento del volumen de impagos, que tuvieron por consecuencia un continuado descenso de la rentabilidad de estas instituciones (véase gráfico). Así, según estimaciones oficiales, los préstamos dudosos (*non performing loans*) del sector bancario representaban, a comienzos de 1999, el 11,7 % del total, o bien el 13 %, aproximadamente, del PIB. Esta situación, agravada desde finales de 1997 a raíz del empeoramiento de la coyuntura económica, forzó a las autoridades a desistir en 1998 de la aplicación de medidas parciales —tal y como había ocurrido en los años precedentes— y a poner en marcha un plan global de saneamiento del sector.

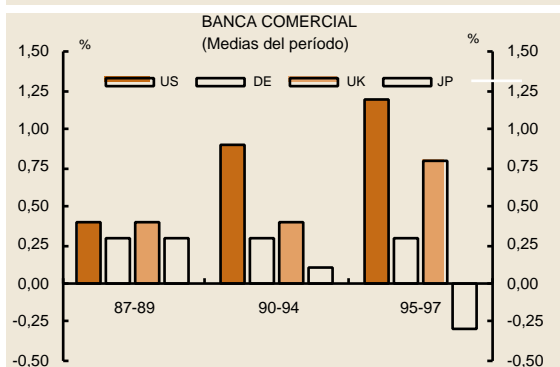
Este plan —encontrado en los principios de la reforma financiera (*big bang*) proclamados oficialmente en 1997— pretendía un doble objetivo: evitar de inmediato la posibilidad de un colapso del sector y orientar en mayor grado su regulación y funcionamiento hacia criterios de mercado. Para ello, se abordó, por un lado, la reducción sustancial, a corto plazo, del enorme volumen de préstamos dudosos mediante un programa de ayudas públicas para recapitalizar los bancos, mientras que, por otra parte, se adoptó un conjunto de medidas legislativas y cambios regulatorios, al objeto de impulsar a medio plazo la mejora de los niveles de rentabilidad y de solvencia de las entidades.

Para la consecución del primer objetivo, las autoridades económicas aprobaron, en marzo de 1999, la aportación de fondos públicos (adicionales a los concedidos en marzo de 1998) dirigida, inicialmente, a las mayores entidades del sector y complementada con posterioridad, de forma gradual en el curso de 1999, por actuaciones similares en otros bancos de menor dimensión. El gobierno estableció que la cuantía de las ayudas fuese determinada por las solicitudes de las propias instituciones, exigiendo como contrapartida la presentación de planes de ajuste con un horizonte de cuatro años (por tanto, hasta marzo de 2003). De esta forma, las quince entidades bancarias de mayor tamaño (con excepción de la de mayor dimensión de todas ellas) presentaron peticiones de ayudas públicas por un valor total de 7,5 billones de yenes (el 1,5 % del PIB). De dicho importe, desembolsado a finales del mes de marzo de 1999, 6,2 billones de yenes se canalizaron en forma de adquisición por el Estado de acciones preferentes, y los 1,3 billones restantes, mediante la compra de deuda subordinada. Por su parte, las entidades se comprometieron, en sus planes de reestructuración, a dar de baja en sus balances préstamos fallidos por un total de nueve billones de yenes —el 1,8 % del PIB— a finales de marzo de 1999 (fecha de cierre del ejercicio contable), y a introducir medidas de ajuste que, al término del período de cuatro años de vigencia del plan, deberían producir un incremento estimado de los resultados netos del 11,5 % y sendos descensos de los gastos generales y de los niveles de empleo del 7,9 % y el 11,6 %, respectivamente. Según algunas valoraciones realizadas por expertos, el programa de ayudas merece un juicio positivo en cuanto que ha contribuido a evitar la quiebra de varios de los mayores bancos. Sin embargo, subsisten dudas acerca de su posible insuficiencia para resolver por completo el problema en los plazos y términos planteados.

En cuanto a los cambios de regulación que definen el nuevo marco de funcionamiento del sector bancario, cabe destacar el establecimiento, en abril de 1998, de un nuevo sistema de clasificación oficial del riesgo de los préstamos concedidos por las instituciones, más acorde con los criterios aplicados internacionalmente, y la aprobación, en octubre de 1998, de las leyes de reconstrucción financiera (que autoriza al gobierno a nacionalizar temporalmente instituciones en quiebra y a intervenir bancos en situación de dificultad grave) y de normalización financiera (que establece el esquema general para la recapitalización de bancos mediante fondos públicos). Todo ello se plasmó en una asignación total de fondos puestos a disposición de la Corporación de Garantía de Depósitos para ayuda a los bancos de 60 billones de yenes (o, su equivalente, el 12,1 % del PIB). Ese importe se destinaría a la recapitalización, la compra de acciones por nacionalización y liquidación, y la protección de los depositantes de entidades en quiebra en cuantías respectivas de 25, 18 y 17 billones de yenes. Adicionalmente, se creó el Comité de Reconstrucción Financiera, establecido como única entidad supervisora de la banca, con poderes de inspección fortalecidos en relación con las instituciones preexistentes.

Además de facilitar la salida de la crisis, las modificaciones legales han puesto en marcha un proceso de cambio sustancial, con una orientación básicamente liberalizadora, del anterior sistema bancario, caracterizado por un elevado grado de intervención administrativa en el sector. En este sentido, debe resaltarse, además, que las autoridades económicas han señalado, en fechas recientes, que no se prolongará la vigente garantía general de protección a los depositantes en las entidades bancarias más allá de la fecha inicialmente acordada (marzo de 2001).

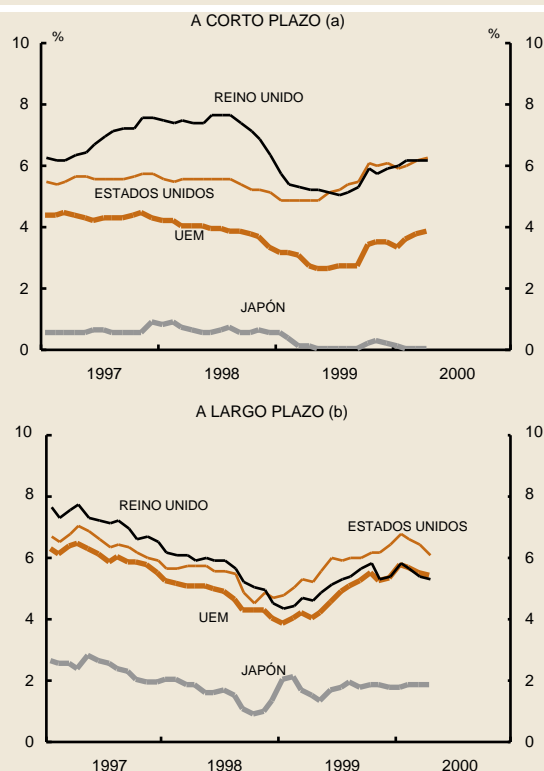
Rentabilidad comparada del sector bancario en Japón (a)



Fuente: OCDE, *Bank profitability* (1999).

(a) Beneficios después de impuestos en porcentaje de los activos totales.

GRÁFICO 6

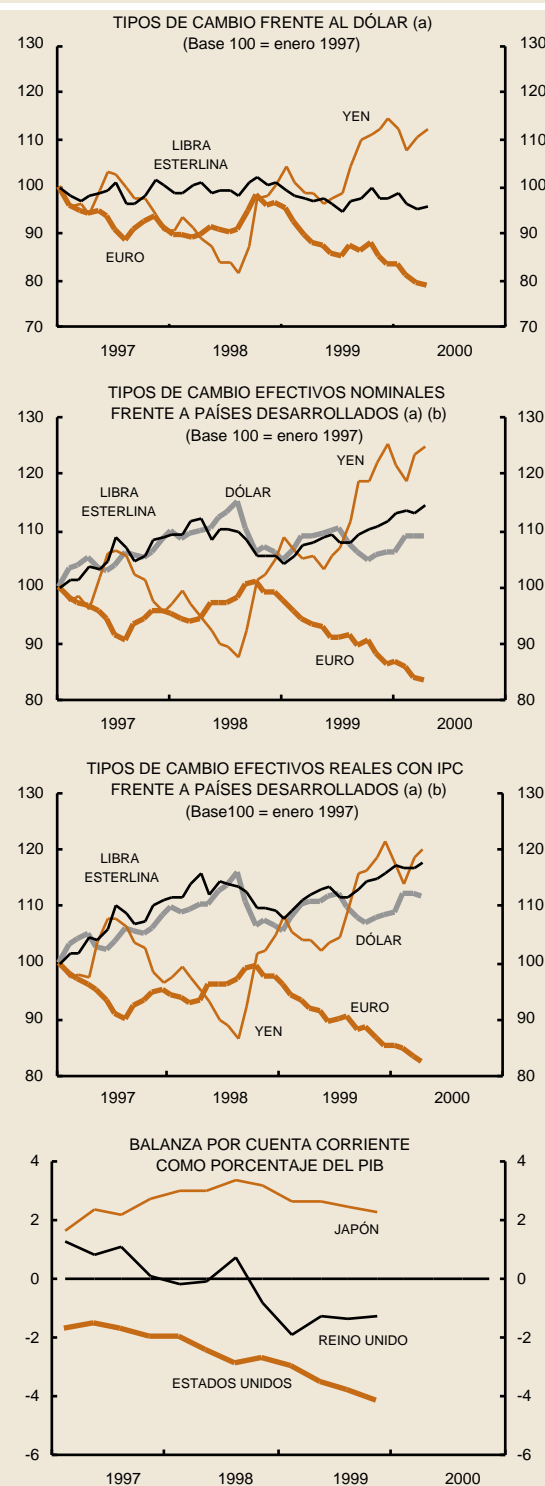
Tipos de interés


Fuente: Banco de España.

(a) Tipos de interés a tres meses en el mercado interbancario. Unión Monetaria: hasta diciembre de 1998, media ponderada de los once países. En 1999 y 2000: EURIBOR a tres meses.
(b) Rendimientos de la deuda pública a diez años. Unión Monetaria: hasta diciembre de 1998, media ponderada de los once países.

table desde julio de 1999, como consecuencia, fundamentalmente, de la fuerte devaluación acontecida a principios de 1999, aunque no impidió el logro del objetivo fijado por el Banco Central para diciembre. No obstante, las mejores perspectivas inflacionistas en los primeros meses del año han permitido a la autoridad monetaria recortar a finales de marzo el tipo de interés oficial. Por su parte, Argentina experimentó una tasa de variación del PIB del -3 % en 1999, aunque también con un claro perfil de recuperación en la última parte del año. México siguió siendo la economía del área que presentó mejores resultados macroeconómicos, con una tasa de crecimiento interanual del PIB del 5,2 % en el último trimestre. A pesar de que en 1999 tuvo una tasa de inflación media superior a la del año anterior, en los últimos meses logró avances sustanciales en la moderación de los precios, que se mantienen al comienzo de 2000. La creciente confianza de los inversores internacionales sobre la economía mejicana se plasmó, a finales de febrero, en la elevación de

GRÁFICO 7

Tipos de cambio y balanzas por cuenta corriente


Fuentes: Banco de España, Banco de Pagos Internacionales y estadísticas nacionales.

(a) La caída del índice significa una depreciación de la moneda frente al dólar o al resto de monedas que componen la agrupación, y viceversa.

(b) La línea «euro» se corresponde, hasta 1999, con un indicador aproximado elaborado por el BPI a partir de los tipos de cambio efectivos de los países del área del euro.

los *ratings* otorgados a las emisiones de deuda pública por las empresas de calificación.

En cuanto a las políticas económicas de los principales países, hay que destacar los superávits fiscales con que se cerraron los ejercicios correspondientes a 1999 en Estados Unidos y Reino Unido, que supusieron, respectivamente, un 0,5 % y un 1,2 % del PIB. Estas cifras mejorarán, probablemente, en el año 2000 en el caso de Estados Unidos, y se mantendrán, aunque más reducidas, en el Reino Unido. En Japón, el déficit público alcanzó en 1999 el 7 % del PIB, y, en el primer trimestre de 2000, ha entrado en vigor el último paquete expansivo suplementario (18 billones de yenes en total) instrumentado el pasado ejercicio fiscal. Para el actual ejercicio, el presupuesto aprobado recientemente recoge un déficit total situado entre el 7 % y el 8 % del PIB. Por otra parte, la política monetaria de Estados Unidos y del Reino Unido ha tomado en los últimos meses una dirección decididamente restrictiva para contrarrestar presiones inflacionistas. Desde comienzos del año, la Reserva Federal aumentó dos veces en un cuarto de punto el tipo de interés de los fondos federales, hasta el 6 %. El Banco de Inglaterra también elevó dos veces su tipo oficial, hasta el 6 % actual. Por último, Japón, siguió manteniendo su estrategia de «tipos de interés cero», aunque el Banco de Japón ha anunciado la posibilidad de abandonar esta práctica si se consolida la mejora de la actividad o desaparecen los signos deflacionistas.

La evolución de los mercados financieros de los países desarrollados se ha caracterizado en los meses recientes por la reducción de los tipos de interés de largo plazo y por la elevada volatilidad de los mercados bursátiles. La buena acogida en los mercados de la rápida reacción de las autoridades monetarias de Estados

Unidos y del Reino Unido para hacer frente a las presiones inflacionistas se ha reflejado en un incremento de los tipos de interés a corto plazo y un descenso de los tipos a largo, durante el primer trimestre del año (véase gráfico 6). En Japón, el rendimiento de la deuda a diez años se estabilizó en torno al 1,8 % en los meses de febrero y marzo.

En la bolsa de Nueva York, los valores tecnológicos detuvieron su marcada tendencia ascendente, de forma que el índice NASDAQ, que se había revalorizado entre principios de año y el 9 de marzo un 24 %, ha experimentado una fuerte caída desde entonces, amplificada al conocerse los datos de inflación correspondientes al mes de marzo, el día 14 de abril. Al cierre de esta fecha, dicho indicador se sitúa un 34 % y un 18 %, respectivamente, por debajo de su nivel máximo y de comienzo del año. Por su parte, los valores más tradicionales recogidos en el índice Dow-Jones, que habían mostrado un comportamiento volátil en los primeros meses del ejercicio, sufrieron también una fuerte caída el 14 de abril, que situó a este indicador en niveles en torno a un 10 % inferiores a los del cierre de 1999. El fuerte descenso del mercado de renta variable neoyorkino se reflejó también con carácter inmediato en el índice Nikkei de la bolsa de Tokio, que, en su sesión del 17 de abril, perdió las ganancias aproximadas del 8 % que había acumulado en el conjunto del año. En cuanto a los mercados cambiarios, hasta mediados de abril, y respecto a diciembre de 1999, el dólar se apreció un 5,4 % frente al euro, y un 2,5 % con respecto al yen; en términos efectivos nominales, el dólar se apreció un 2,4 % —un 3,2 % en términos reales— (véase gráfico 7). La libra esterlina, en el mismo período, se ha apreciado en términos efectivos nominales y reales (un 2,5 % nominal y un 1,7 % real), si bien se ha depreciado frente al dólar (un 1,5 %).

3. El área del euro y la política monetaria del Banco Central Europeo

3.1. Evolución económica

Los últimos datos publicados sobre la evolución del área del euro dibujan un panorama de recuperación económica liderada por el fortalecimiento de las exportaciones netas, una vez superados los efectos contractivos sobre el sector exterior de la crisis de las economías emergentes en los años anteriores. A su vez, la relativa holgura de las condiciones monetarias y financieras y la mejora del clima de confianza están favoreciendo el mantenimiento de un crecimiento robusto de la demanda interna, que, de acuerdo con las últimas previsiones publicadas de organismos oficiales, podría ser más pronunciado en los próximos meses. En este contexto, los precios han continuado aumentando a tasas moderadas, aunque con un perfil de marcada aceleración como consecuencia del incremento del precio del petróleo y de la depreciación del euro. Actualmente, las perspectivas sobre la evolución del precio del crudo y de los costes salariales son más favorables de lo que lo eran el trimestre anterior, aunque la presión de la demanda y la posible manifestación de los efectos indirectos derivados del aumento acumulado del precio del petróleo constituyen elementos de riesgo para el mantenimiento de la estabilidad de precios.

De acuerdo con la última estimación de la contabilidad nacional del área del euro correspondiente al cuarto trimestre de 1999 (véase gráfico 8), el PIB presentó en ese período una tasa de variación interanual del 3 %, seis décimas por encima de la correspondiente al período precedente, prolongando el perfil de aceleración que inició en el segundo trimestre de 1999. La expansión del producto en el cuarto trimestre estuvo sustentada en la mayor contribución de la demanda exterior neta (0,3 puntos porcentuales, frente a -0,4 puntos en el trimestre anterior), reflejo de la intensa recuperación de las exportaciones. Por su parte, la demanda interna mantuvo su solidez, aumentando un 2,8 %, sin incorporar ningún cambio sustancial en su ritmo de avance ni en su composición, ya que tanto el consumo privado como la formación bruta de capital fijo evolucionaron a tasas muy similares a las de los dos trimestres previos. El crecimiento medio del año fue del 2,3 %, cinco décimas por debajo del de 1998, debido a la desaceleración de la demanda interna, ya que la contribución de la demanda exterior neta al producto fue en ambos años igual, de -0,5 puntos porcentuales.

Dentro de esta pauta agregada, los ritmos de crecimiento de las distintas economías del área han sido relativamente dispares. Así, países como Irlanda y, en menor medida, España

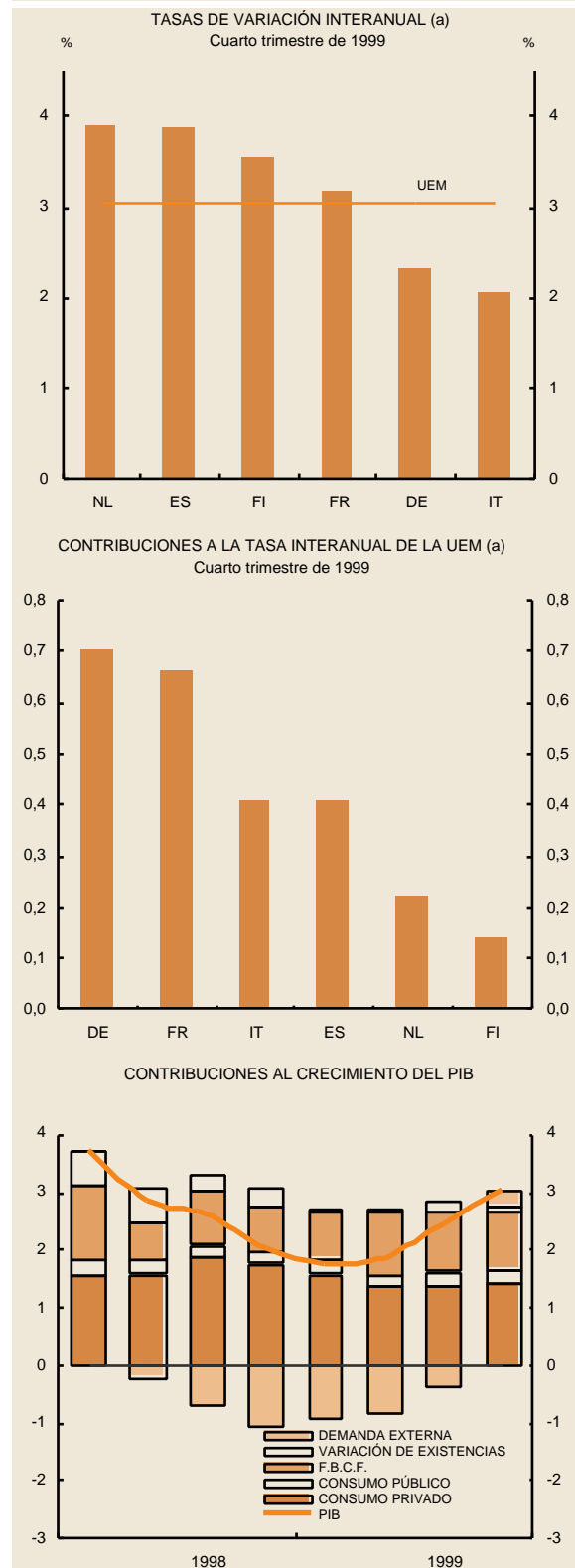
han experimentado un aumento de la actividad superior a la media, como consecuencia de su mayor crecimiento potencial, su menor exposición comercial a las economías del sudeste asiático y el mayor efecto que sobre las condiciones monetarias y financieras domésticas ha ocasionado la adopción de la política monetaria común, al suponer esta tipos de interés nominales y reales muy inferiores a los prevalecientes en estos países en el período previo al comienzo de la UEM. Por otra parte, Alemania e Italia han crecido sensiblemente por debajo de la media, como resultado de sus mayores lazos comerciales con las economías en crisis. Además, mientras que en Alemania el impacto expansivo de la política monetaria única ha sido relativamente reducido, Italia ha soportado el efecto contractivo de la fuerte consolidación fiscal requerida para el ingreso en la UEM. No obstante, el perfil de la evolución del PIB a lo largo del año ha sido similar en la práctica totalidad de los países, mostrando una tendencia alcista a lo largo del año, ligada a la progresiva recuperación de las exportaciones.

La evolución de los indicadores del área del euro relativos al primer trimestre de 2000 (véase gráfico 9) avala la continuidad de las tendencias observadas en el período precedente, si bien parecen apuntar una cierta aceleración de la demanda interna. Así, los indicadores de consumo —confianza de los consumidores, indicador de opinión del comercio al por menor, matriculación de automóviles y ventas al por menor— muestran signos de fortaleza notorios. De forma similar, las encuestas de opinión de los empresarios de la industria y los indicadores de actividad, entre los que destaca el índice de producción industrial, mantienen una pronunciada senda ascendente.

El empleo tuvo un crecimiento del 1,3 % en el cuarto trimestre de 1999, prolongando su suave desaceleración a lo largo del año. En el conjunto de los doce meses, la variación media del empleo se situó en el 1,5 %, lo que ha supuesto una desaceleración del crecimiento de la productividad del trabajo hasta el 0,8 %, aunque con un marcado perfil de recuperación en la última parte de 1999. Respecto a los primeros meses del año en curso, la tasa de paro alcanzó el 9,5 % en febrero, valor similar al de los dos meses anteriores. Por el momento, los primeros datos sobre el resultado de las negociaciones colectivas de 2000 señalan una cierta moderación en las revisiones salariales acordadas. De este modo, en la medida en que el crecimiento de la productividad aparente prolongue su pauta de recuperación a lo largo de 2000, una vez superado el bache cíclico de 1999, la evolución de los costes laborales unitarios en

GRÁFICO 8

PIB en la UEM

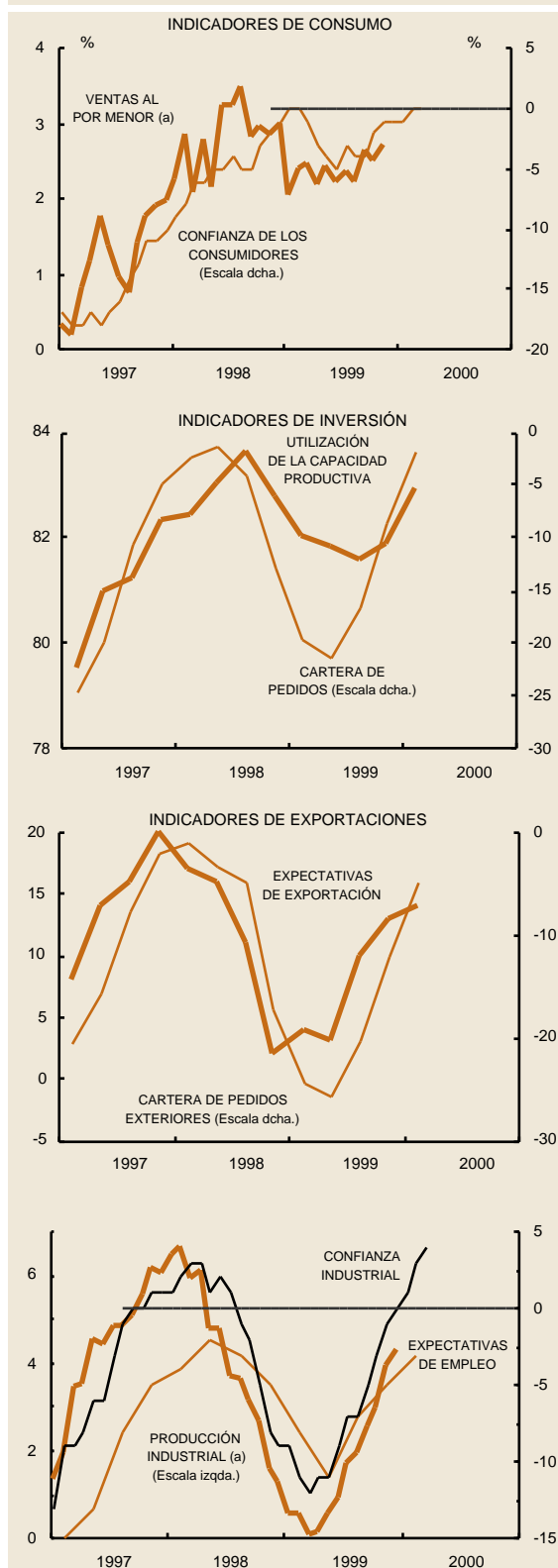


Fuentes: Eurostat y estadísticas nacionales.

(a) No se incluyen Bélgica, Irlanda, Luxemburgo, Austria y Portugal, por no disponerse de contabilidad nacional trimestral.

GRÁFICO 9

UEM. Indicadores reales



Fuentes: Eurostat y Comisión Europea.

trimestral de la serie ajustada de estacionalidad.

los próximos meses podría resultar compatible con la estabilidad de precios.

Según la estimación del BCE, la balanza corriente del área del euro registró en enero un déficit de 6,6 mm de euros, lo que supuso un incremento de 4,2 mm de euros respecto al mismo mes de 1999. Ello se debió a la considerable caída del superávit de bienes (0,9 mm de euros, frente a 4,8 mm de euros en enero de 1999) y a un aumento del déficit de la cuenta de renta, tan solo parcialmente compensados por reducciones en los déficit de servicios y de transferencias corrientes. Detrás del aumento del déficit de bienes estuvo el aumento de valor de las importaciones, superior al de las exportaciones, como consecuencia del fuerte incremento de los precios de importación derivado del aumento en los precios del petróleo y del debilitamiento del euro.

La inflación en el área del euro ha continuado deteriorándose en los primeros meses de 2000, como resultado del encarecimiento del petróleo, cuyo precio creció un 9,2 % adicional entre enero y marzo, y de la depreciación del euro: un 5 % frente al dólar en el primer trimestre. En marzo, la tasa de variación interanual del IAPC se elevó al 2,1 % (véase gráfico 10), cuatro décimas por encima del registro de diciembre de 1999, reflejo del fuerte incremento del componente energético, dado que el índice que incluye los bienes y servicios no energéticos creció tan solo un 0,9 %, cifra similar a la correspondiente al último mes del pasado año. Los precios de los servicios evolucionaron con una gran estabilidad, a pesar del impacto del crecimiento del precio de los carburantes sobre el coste del transporte, en un contexto de mayor dinamismo de la actividad. Por países, en el mes de marzo ha tenido lugar una ampliación del rango en el que se sitúan las tasas de inflación nacionales, debido a la evolución de los componentes de alimentos elaborados, de energía y servicios. En lo que concierne a los precios industriales, en febrero registraron una tasa de variación interanual del 5,7 %, seis décimas superior a la de enero, continuando con la fase de aceleración que se viene observando desde el año pasado. Por componentes, los precios de los bienes intermedios crecieron un 9,2 %, en tasa interanual, frente al 8,1 % de enero, y los de consumo y equipo, aunque todavía aumentan a tasas moderadas, llevan algunos meses experimentando la misma tendencia.

La evolución de la inflación en los próximos meses está muy condicionada por la trayectoria que sigan los precios del petróleo, que, dependerá, en gran medida, del grado de cumplimiento de las nuevas restricciones de oferta

adoptadas recientemente por los países de la OPEP. A finales de marzo, estos decidieron elevar la producción en un 7 %, con la intención de estabilizar el precio del crudo en una banda de 20-25 dólares/barril. Desde entonces, los precios del petróleo han caído un 15 %, hasta situarse en torno a los 22 dólares/barril. El aumento de la producción, en un contexto de reducción estacional de la demanda, puede ser suficiente para estabilizar el precio del crudo alrededor de este nuevo registro, durante el segundo trimestre del año, aunque, si se mantuviese el nivel de cumplimiento de los recortes cercano a la cifra alcanzada en febrero (del 74 %, frente al 91 % experimentado en julio de 1999), el precio se podría situar en torno a los 20 dólares/barril. A partir del tercer trimestre del año, la recuperación estacional de la demanda podría causar un nuevo aumento de los precios del crudo, salvo que la oferta vuelva a ser revisada al alza en la reunión que la OPEP tiene previsto celebrar en junio.

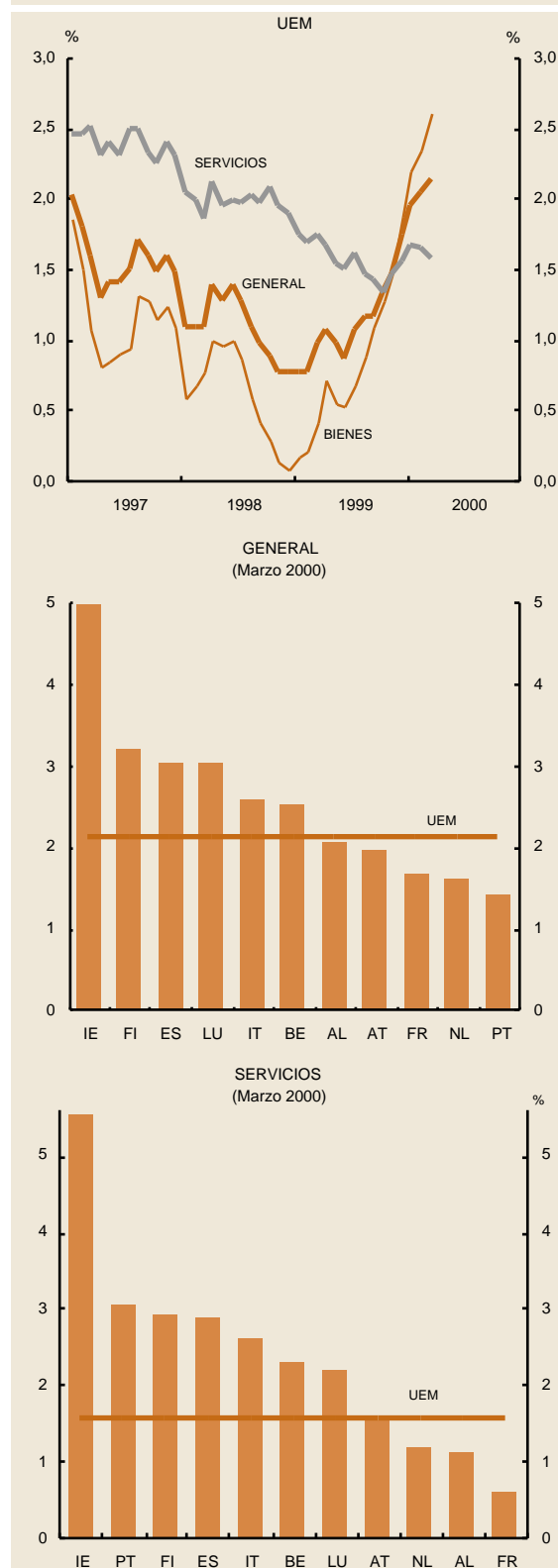
Por lo que respecta a la política presupuestaria, en 1999 continuó el descenso del déficit público agregado del conjunto de países de la UEM, hasta situarse en el 1,2 % del PIB, ocho décimas por debajo del correspondiente a 1998. No obstante, la corrección de los desequilibrios presupuestarios en 1999 tuvo menor alcance del que se desprende de la evolución del saldo total, ya que esta mejora resultó atribuible, en una proporción elevada, a la disminución de los pagos por intereses. El superávit primario aumentó tan solo en tres décimas del PIB, debido al comportamiento muy favorable de los ingresos, mientras que el gasto corriente experimentó un incremento del 0,3 % del PIB.

En cuanto a los resultados por países, ninguno de ellos presentó en 1999 un déficit superior al 2 % del PIB, y todos mejoraron los resultados de 1998, excepto Irlanda y Luxemburgo, que, no obstante, mantienen amplios superávits. Los cambios de mayor magnitud en el saldo presupuestario tuvieron lugar en España, Francia, Italia, Países Bajos y Finlandia (véase cuadro 1).

Todos los países han presentado ya las versiones revisadas de sus programas de estabilidad, según las cuales tanto el déficit del conjunto del área como el de cada uno de los Estados miembros se situaría muy próximo al equilibrio presupuestario hacia el año 2003. Entre las medidas fiscales anunciadas en los últimos meses, cabe destacar las presentadas por el gobierno francés tras la revisión al alza, en consonancia con las mejores perspectivas de crecimiento económico, de sus previsiones de ingresos para el presente ejercicio. Estos in-

GRÁFICO 10

Índices armonizados de precios de consumo Tasas de variación interanuales



Fuente: Eurostat.

CUADRO 1

Saldo de las Administraciones Públicas de los países del área de la UEM (a)
(en % del PIB)

	1996	1997	1998	1999	2000 (b)
Bélgica	-3,7	-2,0	-1,0	-0,9	-0,5
Alemania	-3,4	-2,6	-1,7	-1,1	-1,0
España	-5,0	-3,2	-2,6	-1,1	-0,7
Francia	-4,2	-3,0	-2,7	-1,8	-1,5
Irlanda	-0,6	0,8	2,1	2,0	1,7
Italia	-7,1	-2,7	-2,8	-1,9	-1,5
Luxemburgo	2,7	3,6	3,2	2,4	2,6
Países Bajos	-1,8	-1,2	-0,8	0,5	1,0
Austria	-3,8	-1,9	-2,5	-2,0	-1,7
Portugal	-3,8	-2,6	-2,1	-2,0	-1,5
Finlandia	-3,2	-1,5	1,3	2,3	4,1
PRO MEMORIA:					
UEM					
Saldo primario	1,4	2,7	2,8	3,1	3,1
Saldo total	-4,2	-2,6	-2,0	-1,2	-0,9
Deuda pública	74,7	74,5	73,1	72,3	70,5

Fuente: Comisión Europea.
(a) Déficit (-) / superávit (+).
(b) Previsión.

gresos excedentarios serán aplicados solo parcialmente a la reducción del déficit, mientras que el resto será dedicado a incrementar el gasto en educación y sanidad (en torno al 0,1 %) y a disminuir la presión fiscal, mediante el descenso de un punto porcentual del tipo principal del impuesto sobre el valor añadido (IVA) y la bajada de los tipos del impuesto sobre la renta de las familias en los tramos inferiores y medios de la escala.

3.2. Condiciones monetarias y financieras en la zona del euro y en España

Durante el primer trimestre de este año, se han mantenido unas condiciones monetarias y financieras relativamente holgadas en la zona del euro. Esta situación, a la vista de las señales emitidas por otros indicadores de actividad y de precios, ha propiciado crecientes expectativas de subidas de tipos de interés a lo largo de todo el período. En efecto, la consolidación de unas perspectivas de crecimiento más favorables y el carácter expansivo de los indicadores monetarios y financieros más relevantes han apuntado hacia un posible riesgo de deterioro en el comportamiento de los precios a medio plazo. Así, ha persistido el debilitamiento del euro frente al dólar, lo que se ha sumado a la significativa depreciación acumulada a lo largo de 1999 y ha situado el índice del tipo de cambio efectivo real del euro frente a los países de-

sarrollados por debajo de su nivel medio en los últimos años. A su vez, los tipos de interés reales a corto plazo han continuado en niveles muy reducidos, por debajo del 2 %. Por último, los ritmos de crecimiento de los agregados monetarios y crediticios han seguido siendo elevados, y los datos más recientes han mostrado que persiste, asimismo, una expansión significativa de los componentes más líquidos de M3. Todo ello ha conducido a que el BCE elevara sus tipos de intervención en dos ocasiones relativamente cercanas en el tiempo, el 3 de febrero y el 16 de marzo, en 25 puntos básicos en ambos casos, de tal forma que, al final del período que se analiza, el tipo de las operaciones principales de financiación se situaba en el 3,5 % y los tipos de interés de las facilidades permanentes de crédito y de depósito, en el 4,5 % y el 2,5 %, respectivamente (véase el gráfico 11).

En España, la situación monetaria y financiera ha venido mostrando rasgos más expansivos que los del conjunto de la zona del euro, especialmente antes de que el BCE decidiera adoptar un tono menos acomodante en su política monetaria. En particular, los activos financieros más líquidos y el crédito al sector privado han venido manteniendo en nuestro país elevados ritmos de crecimiento, al tiempo que el diferencial de inflación respecto al conjunto de la UEM ha hecho que los tipos de interés reales a corto plazo estén en España

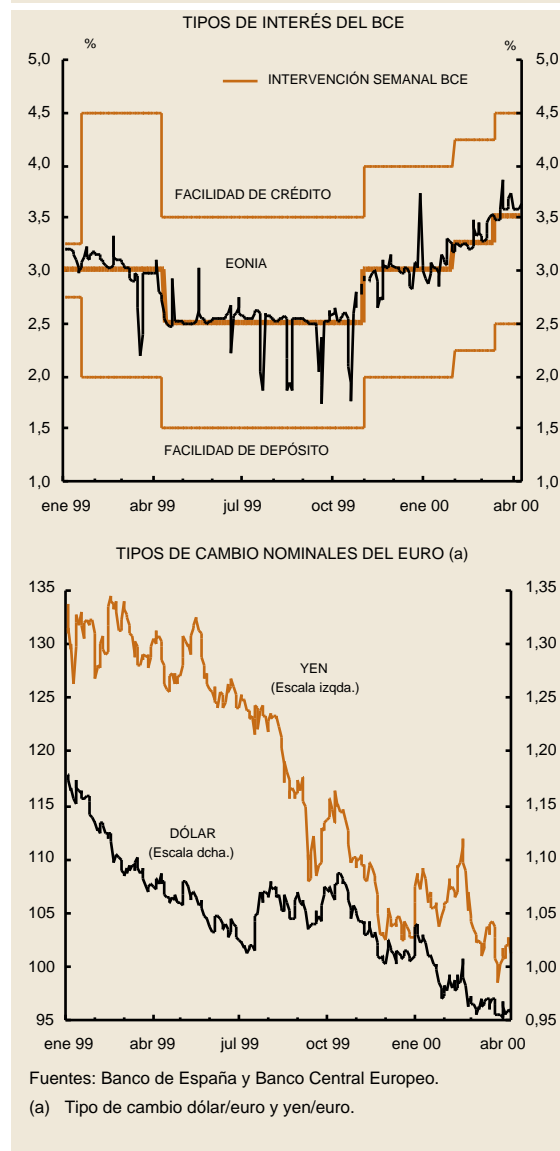
por debajo de los tipos reales de la zona del euro.

Por otra parte, los tipos de interés en los mercados monetarios del área han evolucionado de acuerdo con las expectativas de aumentos de los tipos de intervención que han predominado en este período. Así, el tipo de interés a un día, medido por el EONIA (*European Overnight Index Average*), se ha situado por encima del tipo de interés aplicado a las operaciones principales de financiación durante gran parte del período, colocándose, en los días previos a la celebración de las subastas en las que se suponía que podían ser elevados los tipos oficiales, en niveles que anticipaban sustancialmente esos movimientos. Los tipos de los depósitos interbancarios siguieron una evolución ascendente similar, de forma que, al final del período que se analiza, se situaban entre el 3,8 % y el 4,3 % en los plazos entre uno y doce meses, respectivamente, lo que representa aumentos entre 30 y 50 puntos básicos en relación con los niveles medios alcanzados en diciembre. A su vez, los tipos negociados en el mercado de futuros y los tipos implícitos en el mercado de contado han mostrado en este período una revisión al alza de los niveles de tipos de interés a corto plazo esperados a lo largo del año en curso; en particular, el tipo *forward* a un mes mostraba, al final del período que se analiza, que, tras las elevaciones de tipos de interés decididas por el Eurosistema, se han mantenido las expectativas del mercado relativas a nuevos movimientos en los tipos de intervención en los próximos meses (véase la parte inferior del gráfico 12).

En los mercados de deuda del área, en la parte transcurrida del año se ha interrumpido la tendencia creciente que, casi de forma continuada, venían mostrando los tipos de interés desde comienzos de 1999. Esta evolución ha sido resultado del efecto amortiguador ejercido por el comportamiento de los mercados de deuda estadounidenses en este período (en los que se ha observado un aumento de la volatilidad, junto a una reducción de los tipos de interés), que ha frenado la tendencia alcista propiciada por las expectativas favorables de crecimiento económico en la UEM. Al final del período que se analiza, el tipo de interés a diez años en la UEM se situaba en torno al 5,4 %, algo inferior al nivel alcanzado a finales de diciembre del pasado año. Como resultado de la evolución reciente, se ha producido una ligera reducción de la pendiente de la curva de rendimientos, y el diferencial de tipos a largo plazo frente a Estados Unidos ha disminuido, situándose en abril, en términos medios mensuales, alrededor de 70 puntos básicos. Por lo que se refiere a los mercados de deuda españoles, el

GRÁFICO 11

Tipos de interés del BCE y tipos de cambio del euro

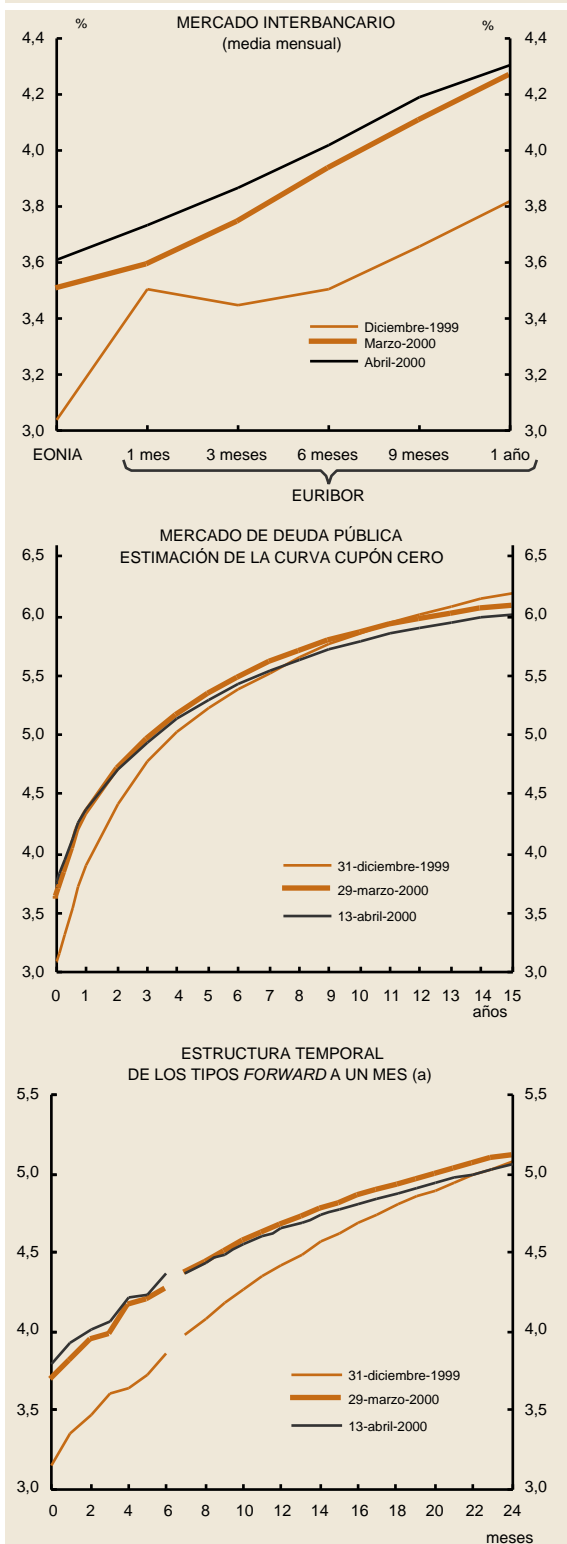


comportamiento de los precios ha sido paralelo al de los principales mercados nacionales de la zona del euro, manteniéndose el diferencial del tipo de interés a diez años con los bonos alemanes en torno a 20 puntos básicos (véase cuadro 2).

A pesar de la reducción experimentada en este período por los diferenciales de tipos de interés a corto y largo plazo entre Estados Unidos y la UEM, el euro ha experimentado una nueva depreciación frente al dólar, siguiendo la tendencia que venía mostrando desde el inicio de 1999: la depreciación acumulada en la parte transcurrida del año ha sido de casi un 5 % en términos de medias mensuales, lo que ha determinado que el índice del tipo de cambio

GRÁFICO 12

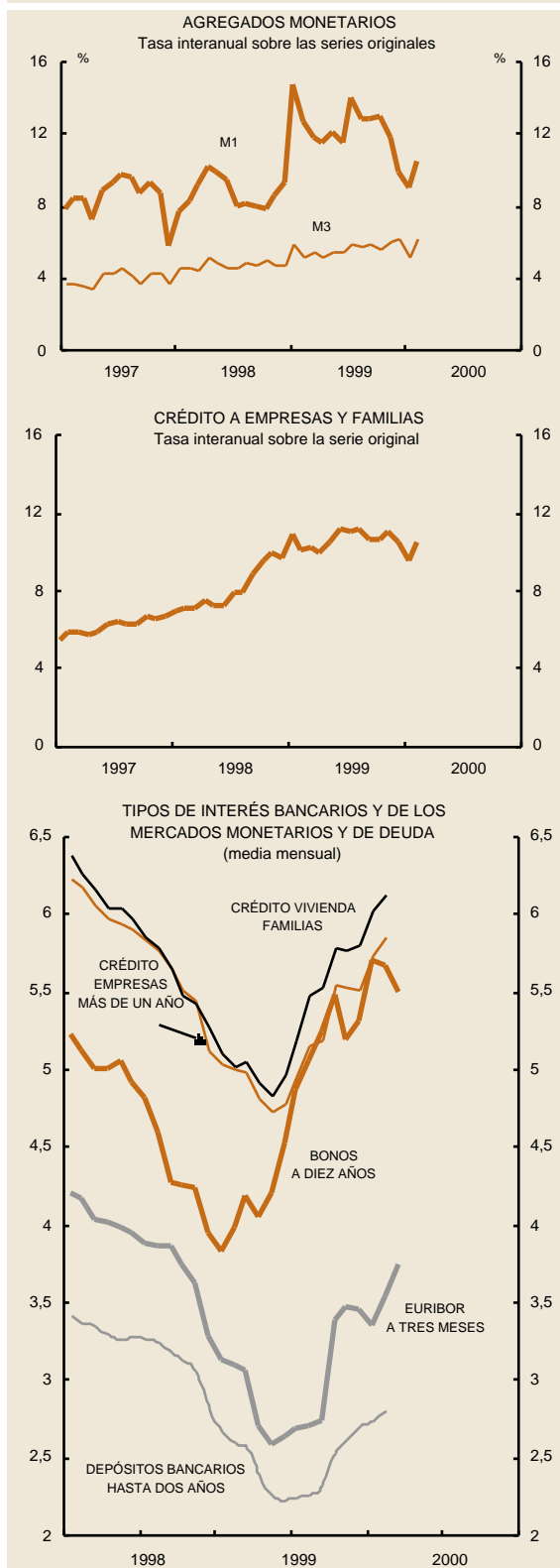
Zona del euro Curva de rendimiento por plazos



Fuentes: Banco de España y Banco Central Europeo.
(a) Implícitos hasta seis meses en los tipos EURIBOR y estimados con la curva cupón cero para horizontes mayores.

GRÁFICO 13

Agregados monetarios y crediticios y tipos de interés en la zona del euro



Fuentes: Banco de España y Banco Central Europeo.

CUADRO 2

Situación monetaria y financiera en la UEM y en España

	1999				2000			
	MAR	JUN	SEP	DIC	ENE	FEB	MAR	ABR (c)
MAGNITUDES MONETARIAS (a):								
UEM								
M3	5,4	5,5	5,9	6,2	5,2	6,2		
M1	11,7	11,5	12,8	9,8	9,0	10,4		
Crédito al sector privado	10,1	11,1	10,6	10,4	9,5	10,5		
ESPAÑA								
Activos financieros líquidos	4,3	4,1	4,2	3,6	2,5	2,9		
Medios de pago	15,0	17,5	17,4	11,9	10,5	12,2		
Financiación al sector privado	15,9	19,2	19,3	19,0	19,0	18,8		
MERCADOS FINANCIEROS (b):								
EONIA	2,93	2,56	2,43	3,04	3,04	3,28 %	3,51 %	3,61 %
EURIBOR a tres meses	3,05	2,63	2,73	3,45	3,34	3,54 %	3,75 %	3,87 %
Deuda Pública								
Rendimiento bonos a diez años UEM	4,18	4,53	5,24	5,30	5,70	5,66 %	5,49 %	5,34 %
Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	1,12	1,44	0,76	1,06	1,08	0,97	0,88	0,66
Diferencial bonos a diez años España-Alemania	0,22	0,24	0,27	0,22	0,22	0,22	0,22	0,23
Tipos de interés bancario en España								
Tipo sintético pasivo	1.90 %	1.66 %	1.69 %	1.98 %	1.98 %	2.06 %	2,17 %	
Tipo sintético activo	5.02 %	4.54 %	4.71 %	5.02 %	5.10 %	5.33 %	5,55 %	
Tipo de cambio dólar/euro	1,088	1,038	1,050	1,011	1,014	0,983	0,964	0,958
Renta variable (d)								
Índice Dow Jones EURO STOXX amplio	3,4	8,9	6,8	39,5	-4,1	6,8	6,0	3,5
Índice General Bolsa de Madrid	-0,1	4,2	-1,2	16,2	-3,4	11,4	7,5	2,9

Fuentes: Banco Central Europeo y Banco de España.

(a) Tasas de variación interanual.

(b) Medias mensuales.

(c) Media del mes hasta la última información disponible.

(d) Datos fin de mes. En abril, datos hasta el día 14 del mes. Variación porcentual acumulada en el año.

efectivo nominal frente a los países desarrollados se situara, a mediados de abril, más de un 2 % por debajo del nivel medio mensual alcanzado en diciembre (véase gráfico 11).

La transmisión de los movimientos al alza de los tipos de interés de mercado sobre los tipos de interés aplicados por los bancos en sus operaciones activas y pasivas, que se viene produciendo desde mediados de 1999, ha continuado en los dos primeros meses del año en curso para los que se dispone de información. Así, se observa que han tenido lugar nuevos ascensos de los tipos bancarios más representativos, habiendo sido más significativos en los casos de la financiación a empresas a más largo plazo y de los préstamos hipotecarios, que en el caso de la financiación a más corto plazo (véase gráfico 13). Por lo que se refiere a los bancos españoles, los tipos aplicados a sus operaciones han evolucionado en estos dos

primeros meses de forma similar a los del área, si bien en lo relativo a los tipos activos el incremento acumulado desde julio del pasado año ha sido más reducido que en el conjunto del área, donde estos tipos dependen en mayor medida de los tipos de mercado a largo plazo.

Los mercados de renta variable de la zona del euro han mostrado en el primer trimestre del año una mayor volatilidad que en los tres meses anteriores y se ha frenado la tendencia alcista que comenzó con notable intensidad en octubre del pasado año. La evolución de los precios en estos mercados se ha producido en un entorno de aumentos de los tipos de interés en la zona del euro y de alta volatilidad en los mercados de renta variable estadounidenses, donde los precios tendieron a disminuir. En febrero y en la primera mitad de marzo predominó la influencia de las expectativas de crecien-

tes beneficios empresariales, en un contexto de avance de la recuperación económica y de reestructuración de algunos sectores en la UEM, especialmente en el ámbito de las telecomunicaciones. Sin embargo, a mediados de abril las expectativas de que la Reserva Federal de Estados Unidos llevara a cabo una política monetaria más restrictiva provocaron una intensa caída de las cotizaciones bursátiles en ese país, que se propagó rápidamente a las bolsas europeas. Esto ha reducido considerablemente las ganancias que venía presentando en este año el índice Dow Jones EURO STOXX amplio, que incluye los principales valores europeos de renta variable. En España, donde los mercados bursátiles venían mostrando una mayor volatilidad que en el trimestre anterior y una menor revalorización que en el conjunto de las bolsas europeas, la caída de los precios de las acciones hizo que el Índice General de la bolsa de Madrid retrocediera al nivel que alcanzaba a finales de 1999, aunque posteriormente se recuperó, al menos en parte.

Por lo que respecta a los agregados monetarios y crediticios en la zona del euro, estos han mostrado un comportamiento dispar en los primeros meses del año, de forma que la desaceleración observada en enero no se ha consolidado posteriormente. Así, los últimos datos, correspondientes a febrero, han mostrado ritmos de expansión elevados del agregado monetario M3 —la media móvil de los crecimientos interanuales de los tres últimos meses se ha situado cerca del 6 %—, al tiempo que ha persistido el dinamismo de los depósitos a la vista, con una tasa de aumento interanual del agregado M1 por encima del 10 %. La valoración de los datos en estos primeros meses del año se ha de efectuar teniendo en cuenta que, a lo largo de 1999, el crecimiento interanual observado del agregado monetario M3 se situó de forma continuada por encima del valor de referencia y que existía una elevada incertidumbre en cuanto a los factores que estaban provocando esa desviación. Una parte de este impulso pudo estar asociada en los primeros meses de 1999 con algunos efectos especiales derivados de la introducción del euro y de la puesta en funcionamiento de la Unión Monetaria, que podrían haber incrementado la demanda de depósitos a la vista. Sin embargo, la persistencia de un ritmo elevado de avance de M3 en los meses posteriores y la resistencia mostrada recientemente a una moderación de sus tasas de crecimiento sugieren que la pauta de comportamiento de ese agregado monetario ha obedecido, no tanto a aquellos factores especiales, sino, sobre todo, a un proceso de genuina expansión de la liquidez.

En España, el análisis de las variables que permiten valorar las condiciones de liquidez de la economía española muestra, como en el caso del agregado monetario europeo, un elevado dinamismo de los activos más líquidos. Así, los medios de pago (que incluyen el efectivo en circulación, los depósitos a la vista y los depósitos de ahorro), tras la tendencia a la baja que venían manteniendo desde el último trimestre de 1999, han reflejado en febrero una expansión significativa, con un crecimiento interanual en torno al 12 %. También se ha observado un creciente y acentuado dinamismo de los depósitos a plazo. Sin embargo, el acusado descenso de las participaciones en fondos de inversión FIM durante estos dos primeros meses del año ha hecho que el ritmo de crecimiento de los activos financieros líquidos en su conjunto se haya desacelerado, hasta situarse su tasa interanual por debajo del 3 % en febrero (véase cuadro 2).

Por lo que se refiere a los agregados crediticios, la financiación concedida por las Instituciones Financieras Monetarias a los residentes en la zona del euro mostraba en febrero un ritmo de expansión similar al observado a lo largo del pasado año, en torno al 8 % en términos interanuales. Esta evolución recoge unos perfiles de comportamiento diferentes por sectores: frente a la moderación del crédito concedido a las AAPP, que experimentaba en febrero un aumento interanual del 1 %, la financiación otorgada al sector privado volvía a mostrar en ese mes, tras la desaceleración que se observó en enero, un dinamismo similar al reflejado en 1999, con una tasa superior al 10 %. Por su parte, la posición externa neta de las IFM ha continuado disminuyendo en el conjunto de estos dos primeros meses, como resultado de un aumento de los pasivos frente al exterior mayor que el experimentado por los activos exteriores, de forma que, en febrero, esta posición se había reducido en 123 mm de euros respecto al mismo mes de 1999. Como se ha señalado en informes anteriores, esta brecha está financiando un ritmo de expansión del crédito más rápido que el crecimiento de los pasivos frente a los residentes de la zona del euro.

En España, los ritmos de crecimiento de las magnitudes crediticias representativas han continuado siendo elevados, en un entorno económico expansivo y de favorables condiciones de financiación. Los datos más recientes relativos a la financiación concedida al sector privado residente —empresas no financieras y familias— muestran un mantenimiento de las tasas de expansión, en torno al 19 %, alcanzadas a mediados de 1999. Esta trayectoria es el resultado de una cierta aceleración de la financiación captada por las empresas, que está

creciendo por encima del 20 %, y de una pequeña moderación del crédito concedido a las familias. El ritmo de avance de la financiación otorgada a las AAPP ha crecido ligeramente a comienzos de este año, si bien esto ha venido influido, en parte, por el perfil específico del

déficit del Estado en estos primeros meses de 2000. En cualquier caso, en el epígrafe 5 de este «Informe trimestral» se realiza un análisis más detallado de los flujos financieros de los principales sectores de la economía española.

4. La economía española

La economía española se ha beneficiado del entorno de recuperación que ha caracterizado a la economía mundial a lo largo del pasado año y, especialmente, del impulso expansivo que dicha recuperación ha inducido en la zona del euro en la segunda mitad del ejercicio. El ritmo de crecimiento de la actividad en España, que se había visto afectado negativamente por la crisis económica internacional a finales de 1998 y en el inicio de 1999, recobró una tendencia ascendente y terminó el año con un incremento interanual, en términos reales, del 3,9 % en el cuarto trimestre. A lo largo de todo ese período, la demanda interna ha mantenido tasas de crecimiento elevadas, aunque dentro de una suave tendencia a la moderación, apoyada en unas condiciones monetarias y financieras holgadas, como se ha descrito en el epígrafe anterior, y en una política fiscal que ha combinado un fuerte incremento de la recaudación impositiva con una actuación favorecedora del gasto de otros sectores. La información disponible sobre la evolución de la actividad y la demanda en los primeros meses del año 2000 parece indicar que el proceso de recuperación del producto se ha mantenido en ese período, apoyado en una mejora adicional de la demanda exterior neta, mientras que la demanda interna ha registrado una tasa de variación interanual en torno al 4,5 %, en términos reales, próxima a la experimentada a finales de 1999.

Al igual que en otras economías europeas, la tasa de inflación española finalizó 1999 con una tendencia ascendente, determinada por el encarecimiento de los precios de la energía. Las altas tasas de crecimiento de los precios se han mantenido al inicio del presente año y cabe esperar que reviertan a medida que el precio del petróleo retorne a cotas más moderadas. El diferencial de inflación con la zona del euro, tras mantenerse en torno a un punto porcentual en 1999, se ha reducido unas décimas al inicio del año 2000. En cualquier caso, los salarios han seguido teniendo una contribución positiva a la moderación de los precios, lo que ha permitido no solo que la tasa de inflación no se haya acelerado adicionalmente, sino que la creación de empleo haya sido elevada en 1999 y que, según la información disponible, lo continúe siendo en la actualidad.

4.1. Demanda

De acuerdo con las estimaciones de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR), en el cuarto trimestre de 1999 la demanda nacional, en términos reales, registró un crecimiento inter-

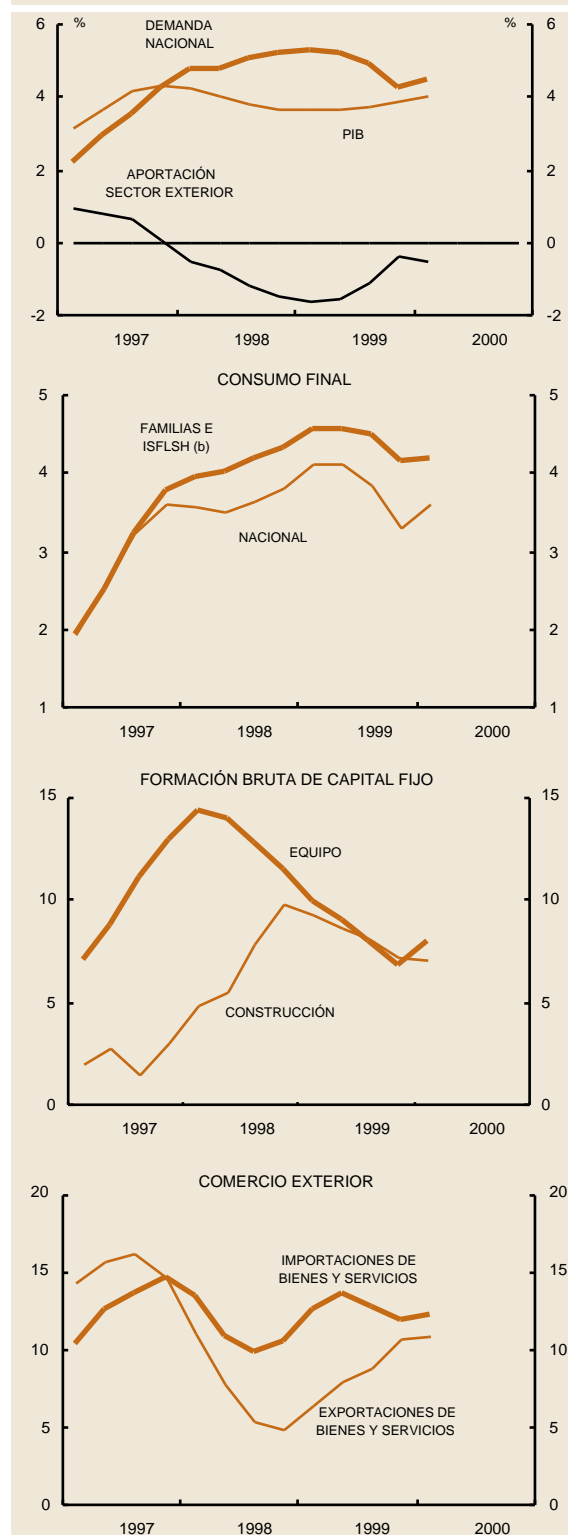
anual elevado, del 4,2 % (1), aunque inferior a las tasas cercanas al 5 % estimadas para los trimestres anteriores (véase gráfico 14). Este menor crecimiento fue consecuencia de una contención en el ritmo de avance de todos los componentes del gasto, puesto que tanto el gasto en consumo final de los hogares y de las AAPP como la formación bruta de capital fijo en bienes de equipo y en construcción habrían frenado sus tasas de crecimiento en el último trimestre del año. A pesar de la menor pujanza de la demanda nacional, el PIB se aceleró ligeramente, hasta alcanzar una tasa interanual de variación real del 3,9 %, ya que la demanda exterior neta redujo significativamente su contribución negativa al crecimiento del producto, situándola en 0,4 puntos porcentuales, frente a los 1,1 puntos del tercer trimestre. Este resultado fue debido a un mayor impulso de las exportaciones, que aumentaron un 10,7 % en el cuarto trimestre, dos puntos porcentuales más que en el trimestre precedente, y a una menor expansión de las importaciones, que, no obstante, se incrementaron un 11,7 %.

Tras la publicación por el INE de las estimaciones que se acaban de comentar, se ha recibido información adicional sobre el cierre de 1999, que, en conjunto, parece indicar que la desaceleración de la demanda nacional en el cuarto trimestre ese año podría haber sido algo menos intensa que la estimada inicialmente, mientras que la contribución de la demanda exterior neta habría sido algo más contractiva. Por su parte, los indicadores coyunturales referidos a los primeros meses del año 2000, todavía muy incompletos, reflejan el mantenimiento de ritmos de avance elevados de la demanda interna, en tasas no muy alejadas del 4,5 %. Según esta información, el gasto en consumo final de las familias habría crecido en el primer trimestre a tasas similares a las del trimestre precedente, la inversión en bienes de equipo habría aumentado su dinamismo y el gasto en construcción podría haber atenuado la desaceleración que mantiene desde el primer trimestre de 1999. En cuanto a los flujos de comercio con el exterior, las exportaciones de bienes han continuado recuperándose y las importaciones se han estabilizado en torno a tasas de crecimiento elevadas, lo que apunta hacia una contribución de la demanda exterior neta menos contractiva que la experimentada en 1999. En conjunto, el PIB podría haberse incrementado en el primer trimestre del año a una tasa inter-

(1) Los datos de Contabilidad Nacional Trimestral, a los que se hace referencia en este capítulo, se definen en términos de ciclo-tendencia, de acuerdo con la terminología utilizada por el INE.

GRÁFICO 14

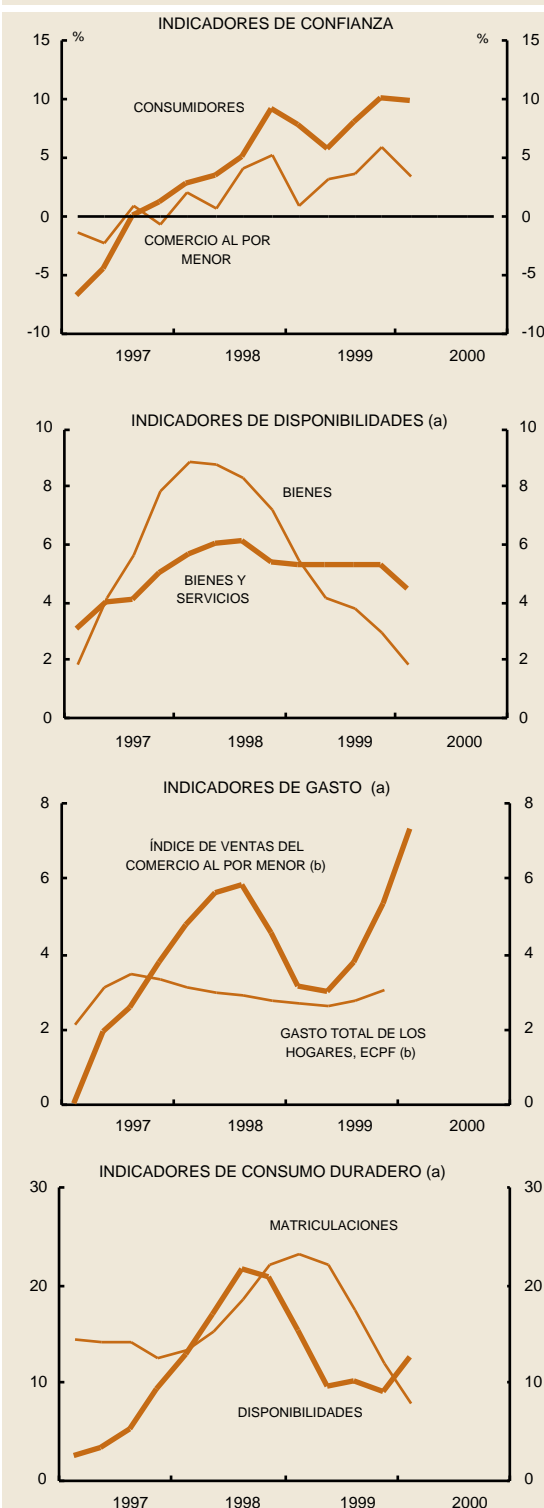
Principales agregados macroeconómicos (a)



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.
(a) Tasas interanuales, sin centrar, calculadas sobre componentes ciclo-tendencia.
(b) Instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.

GRÁFICO 15

Indicadores de consumo privado



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística, Comisión Europea, Dirección General de Tráfico y Banco de España.

(a) Tasas interanuales, sin centrar, calculadas sobre la tendencia del indicador.

(b) Deflactado por el IPC.

anual del 4 %, ligeramente más elevada que la del trimestre anterior.

Según la CNTR, durante el cuarto trimestre de 1999 el gasto en consumo final de los hogares, en términos reales, registró una variación interanual del 4,2 %, tres décimas menos que en el trimestre precedente. Este perfil de desaceleración ha venido recogido por algunos indicadores, como las disponibilidades de bienes de consumo o las matriculaciones de automóviles, mientras que otros indicadores, como el índice de ventas del comercio al por menor o el gasto total de los hogares, estimado por la Encuesta Continua de Presupuestos Familiares, han mostrado una evolución más sostenida y más acorde con la recuperación experimentada por el índice de confianza de los consumidores en ese período (véase gráfico 15). De hecho, la escasa información disponible sobre el consumo en el primer trimestre del año 2000 indicaría, en general, que este agregado ha detenido su proceso de desaceleración, de acuerdo también con los niveles elevados que ha seguido mostrando el indicador de confianza de los consumidores en los primeros meses del año. El indicador de ventas del comercio minorista, deflactado por los precios de consumo, registró un crecimiento interanual del 9,5 % en enero y febrero, considerablemente por encima del 4,5 % observado en el cuarto trimestre. Las matriculaciones de automóviles crecieron fuertemente en esos mismos meses, y su debilitamiento en marzo podría estar ligado a la localización de la Semana Santa; en cualquier caso, el consumo de bienes duraderos, según se desprende del índice de disponibilidades correspondiente, tendería a estabilizar sus tasas de crecimiento. Finalmente, aunque el indicador agregado de disponibilidades de bienes de consumo, elaborado con información parcial para el primer trimestre, parece haber prolongado su desaceleración en ese período, ello se ha debido al mal comportamiento del componente alimenticio, puesto que el resto de bienes de consumo experimentó un crecimiento similar al del cuarto trimestre.

La fortaleza del consumo de los hogares en los primeros meses del año 2000 está fundamentada en la evolución positiva de sus principales factores determinantes. Así, se estima que la renta disponible de las familias, en términos reales, se incrementará en el conjunto del año a un ritmo similar al de 1999. En el caso de la remuneración de asalariados, el mayor crecimiento de la remuneración por asalariado, a la que contribuirán los pagos derivados de la activación de las cláusulas de salvaguardia de los convenios de 1999 que están siendo percibidos en los primeros meses del presente año, compensará la ligera desaceleración del empleo.

Las transferencias netas del sector público también contribuirán a sostener la renta disponible: las prestaciones sociales que reciben las familias se han visto impulsadas por los incrementos de las pensiones derivados del aumento de su cuantía mínima y de la compensación por la desviación de la inflación en 1999, sustituyendo, en parte, al impulso expansivo que tuvo la reforma del impuesto sobre la renta de las personas físicas (IRPF) durante el año pasado. La evolución relativamente expansiva de la renta disponible se complementa con la mejora de las expectativas de los hogares y con la revalorización de su patrimonio inmobiliario, elementos que favorecen que el avance del consumo sea algo más intenso que el de la renta. Como ya se ha mencionado, el índice de confianza de los consumidores mejoró significativamente en febrero y marzo, y ha recuperado niveles próximos a su máximo histórico, a lo que ha contribuido la rápida reducción de la tasa de desempleo. Además, las condiciones financieras continúan siendo favorables para la expansión del gasto de los hogares.

En 1999, el gasto en consumo final de las AAPP registró un crecimiento del 1,8 %, en términos reales, con un perfil de progresiva desaceleración a lo largo del año, según los datos de la CNTR. La información disponible para los primeros meses del año 2000, correspondiente al Estado únicamente, está distorsionada por los trasposos de competencias a las Comunidades Autónomas, pero, en general, los planes presupuestarios para el presente año llevan a estimar una interrupción de la tendencia a la desaceleración en el gasto en consumo final de las Administraciones Públicas, que podría registrar en el 2000 un incremento similar al observado en el conjunto de 1999.

La CNTR estimó que en el cuarto trimestre de 1999 la formación bruta de capital fijo acentuó la desaceleración iniciada en los trimestres precedentes, situando su crecimiento interanual real en el 7 %, un punto porcentual por debajo del registrado en el trimestre previo. La menor pujanza del proceso inversor fue consecuencia del debilitamiento que experimentaron tanto el gasto en construcción como la inversión en bienes de equipo. En el caso de la inversión en bienes de equipo, las estimaciones de la CNTR situaron su crecimiento, en términos reales, en el 6,8 %, con respecto al cuarto trimestre del año anterior, algo más de un punto por debajo del avance registrado en el tercer trimestre y significativamente por debajo del 10 % del primer trimestre del año. Cabe señalar que la información disponible sobre el cierre de 1999, en particular la correspondiente al indicador de disponibilidades de estos bienes, elaborado con información completa para dicho año, pare-

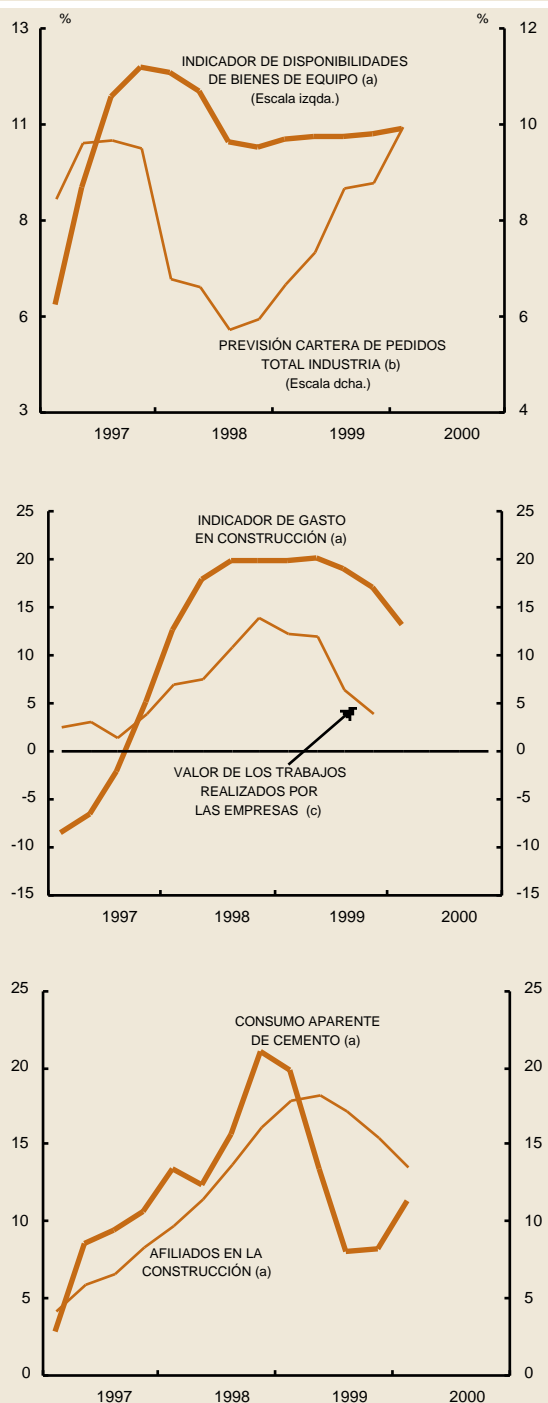
ce señalar que la desaceleración de este componente del gasto a lo largo del pasado año podría haber sido menos intensa, tal y como se recoge en el gráfico 16. Ello ha llevado a estimar para el primer trimestre del año 2000 un incremento interanual de la inversión en bienes de equipo cercano al 8 %, en sintonía con el crecimiento que señala el indicador de disponibilidades para ese período, aunque elaborado con información todavía incompleta. Cabe señalar que las últimas cifras de producción industrial de bienes de equipo, correspondientes al mes de febrero, reflejaron una recuperación de este agregado, si bien la encuesta de coyuntura industrial, elaborada por el Ministerio de Industria y Energía, con información hasta febrero, ha tendido a reflejar una situación algo menos optimista en las ramas productoras de bienes de inversión. Por otra parte, los resultados de otoño de la encuesta semestral de inversiones dirigida a las empresas industriales han reflejado, además de una revisión al alza de la inversión realizada en 1999, un crecimiento previsto de la inversión en el año 2000 muy próximo, en términos nominales, al alcanzado en el ejercicio anterior.

En general, el dinamismo que se proyecta para el gasto en bienes de equipo al comienzo del año 2000 está en consonancia con la evolución expansiva de la demanda final y con la expectativa de que esa fortaleza se mantenga en los próximos trimestres. De hecho, la cartera de pedidos en la industria, una variable que aproxima la demanda esperada, ha tenido un comportamiento marcadamente ascendente desde finales de 1998, como se recoge en el gráfico 16. Además, la situación financiera de las empresas, reflejada en los resultados de la Central de Balances Trimestral (CBT) disponibles hasta el cuarto trimestre de 1999, continúa siendo muy holgada, con unos niveles de endeudamiento reducidos y una rentabilidad del activo muy elevada. Dado que los costes de la financiación ajena han seguido reduciéndose hasta finales de 1999, el diferencial entre este coste y la rentabilidad ha continuado ampliándose, favoreciendo, en principio, la realización de nuevos planes de inversión.

La inversión en construcción mantuvo un elevado dinamismo en el cuarto trimestre de 1999, creciendo un 7,1 % en tasa interanual, aunque acentuó el perfil de ralentización que le caracterizó a lo largo del año. En el conjunto de 1999, el crecimiento de la inversión en construcción fue, en cualquier caso, notable, debido al buen comportamiento de la edificación, mientras que la obra civil comenzó a mostrar signos de estancamiento a partir del segundo semestre del ejercicio. Dentro de la edificación, cabe destacar el avance de la inversión residencial,

GRÁFICO 16

Indicadores de formación bruta de capital fijo



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Industria y Energía, Ministerio de Fomento, OFICEMEN, Instituto Nacional de Empleo y Banco de España.

(a) Tasas interanuales, sin centrar, calculadas sobre la tendencia del indicador.

(b) Nivel, tendencia.

(c) Obtenido a partir de la encuesta coyuntural de la industria de la construcción y deflactado por el indicador de costes en la construcción. Tasas interanuales sobre la serie original.

en un contexto de crecimiento del empleo y de la renta disponible, y de tipos de interés reducidos, que impulsaron la demanda de vivienda de los hogares. Igualmente, la saneada posición financiera de las empresas contribuyó a impulsar el gasto en edificación no residencial.

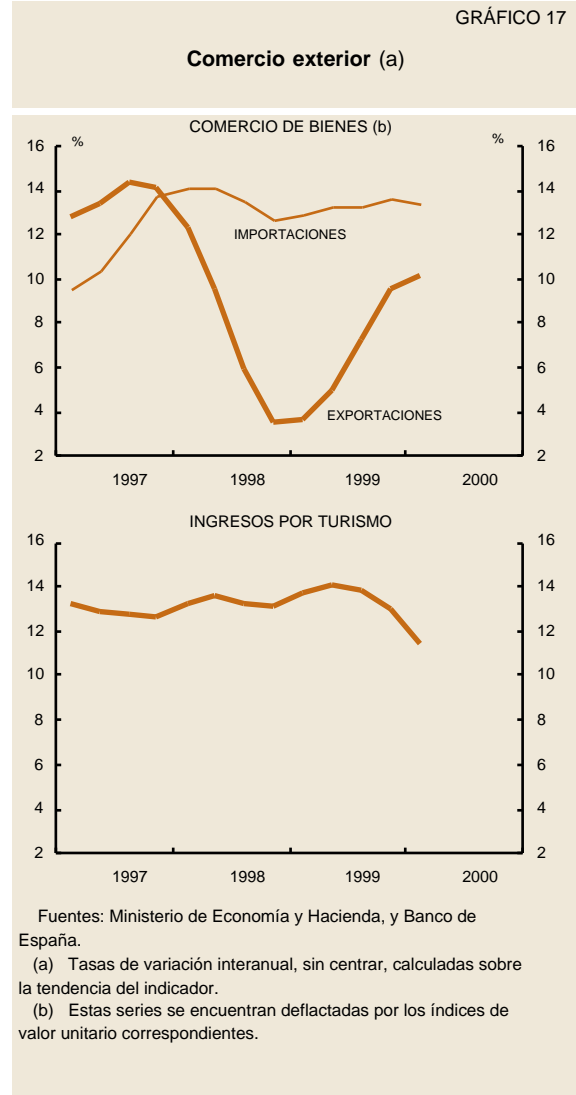
La información coyuntural más reciente, referida a los primeros meses del año en curso, parece señalar que la desaceleración de la construcción ha tendido a frenarse en ese período. Así, los indicadores de consumos intermedios, como el índice de producción industrial (IPI) de materiales de construcción y el consumo aparente de cemento, han mostrado un mayor dinamismo en los meses más recientes, que podría estar relacionado con el inicio de un período de mayor dinamismo de la obra civil, muy intensiva en estos materiales en sus primeras fases de ejecución (véase gráfico 16). Sin embargo, los indicadores de empleo en el sector han prolongado en los primeros meses del año el perfil de desaceleración que venían manteniendo desde el segundo semestre del año anterior. En una perspectiva de medio plazo, la evolución reciente de los indicadores adelantados implica una desaceleración adicional de este componente de la inversión en los próximos trimestres. Los indicadores de iniciaciones de nuevas obras de edificación en el sector privado aminoraron su ritmo de avance en el segundo semestre de 1999 y el volumen de obra licitada por las AAPP se redujo en el conjunto del año pasado, si bien en los últimos meses del año los descensos fueron más suaves.

Para finalizar con los componentes de la formación bruta de capital, hay que señalar que la inversión en existencias añadió una décima al crecimiento interanual del PIB en el cuarto trimestre de 1999, al igual que en los dos trimestres precedentes. La escasa información disponible para los primeros meses del año 2000 procede de la Encuesta de Coyuntura Industrial y parece apuntar hacia una cierta recomposición del nivel de existencias en la industria.

Como se señaló al inicio de este epígrafe, las estimaciones provisionales de la CNTR señalan que la demanda exterior neta redujo notablemente su aportación negativa al crecimiento del producto en el cuarto trimestre de 1999, hasta situarla en -0,4 puntos porcentuales, frente a aportaciones negativas de 1,1 puntos en el tercer trimestre, y de 1,5 puntos en la primera mitad del año. La fuerte recuperación de las exportaciones en el último trimestre y la ligera desaceleración de las importaciones —que, no obstante, siguieron creciendo a tasas elevadas— habrían propiciado este menor deterioro del desequilibrio exterior. No obstante, las ci-

fras de comercio de bienes correspondientes al mes de diciembre, conocidas con posterioridad a la publicación de la CNTR, si bien han confirmado que la demanda exterior neta tuvo una menor aportación negativa al crecimiento del PIB en el cuarto trimestre, parecen señalar que la corrección fue menos intensa que la estimada inicialmente por el INE. En efecto, esas cifras muestran que las exportaciones se aceleraron notablemente en el último trimestre de 1999, impulsadas por la fuerte mejora de la economía mundial y por la depreciación del euro frente al dólar, pero indican que las importaciones mostraron también un elevado dinamismo, creciendo a tasas incluso superiores a las del trimestre anterior. La información, aún muy escasa, correspondiente al primer trimestre del año en curso indica que la recuperación del comercio mundial y la continuada depreciación del euro frente al dólar han seguido proporcionando fortaleza a las exportaciones, mientras que las importaciones han mantenido un ritmo de avance elevado, impulsadas por el avance de la demanda final y la reactivación de la producción industrial.

Las exportaciones de bienes mostraron un perfil de recuperación a lo largo de 1999, que se afianzó a lo largo del tercer trimestre, ante la mejora de las economías europeas y la recuperación de los mercados asiáticos, y se intensificó en el cuarto trimestre del año, al generalizarse la reactivación a todos los mercados de exportación españoles. En este último período, las exportaciones alcanzaron un crecimiento real del 10,3 %, en tasa interanual. Las cifras de Aduanas correspondientes al mes de enero de 2000 muestran que las exportaciones han iniciado el año prolongando su senda de recuperación, fruto del comportamiento expansivo de las ventas a la UE y del fuerte avance de las destinadas a terceros mercados (véase gráfico 17). Por tipos de productos, destaca el abultado crecimiento que han continuado mostrando los bienes de equipo, en un contexto de fuerte caída de sus precios, y el tono elevado de las ventas de bienes intermedios no energéticos, impulsadas por la recuperación de la actividad mundial. Por su parte, las ventas de consumo no alimenticio han cobrado un nuevo vigor, debido al avance de las semimanufacturas y de los automóviles, mientras que las exportaciones de consumo alimenticio registraron un crecimiento más moderado. En cuanto a la evolución de las exportaciones de servicios, los ingresos por turismo mostraron una fortaleza notable a lo largo de 1999, superando los excelentes resultados del ejercicio anterior. La progresiva mejora de las economías europeas, de las cuales procede la mayor parte de nuestro turismo, y la recuperación de los países afectados por la crisis internacional, unido a la depre-

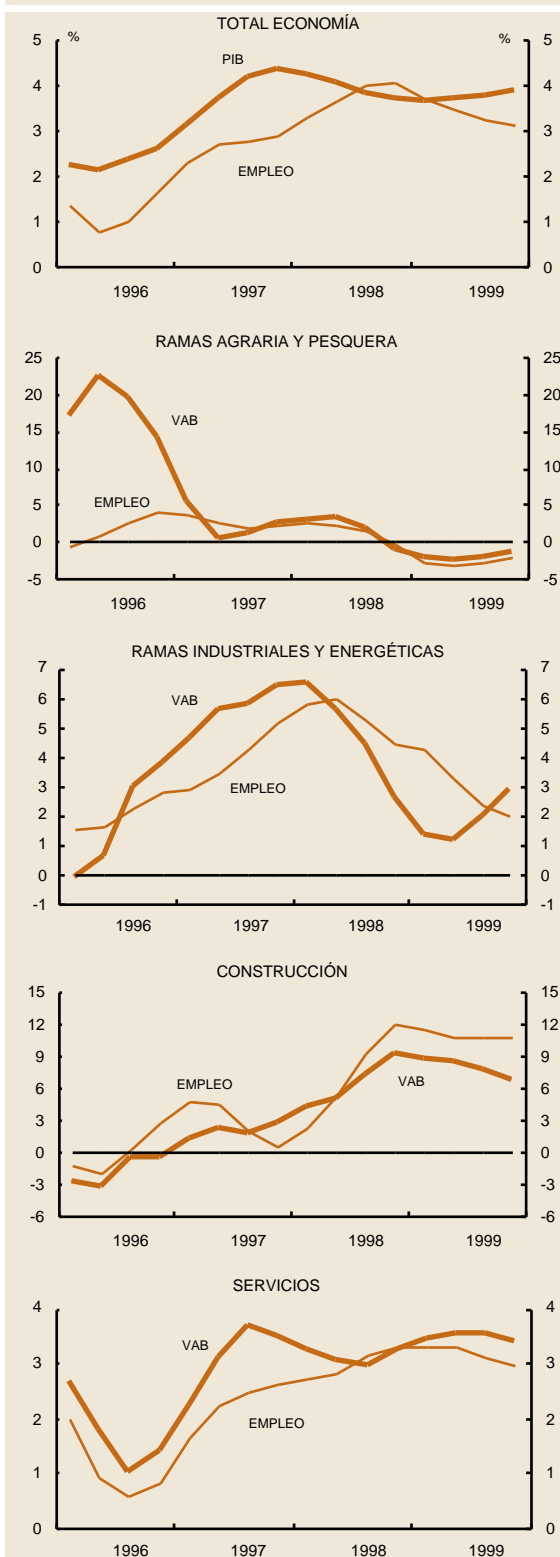


ciación del euro frente al dólar y frente a la libra esterlina, propiciaron este comportamiento tan positivo del turismo. El único dato disponible para el año 2000, correspondiente al mes de enero, ha recogido una ralentización de los ingresos por turismo, en relación con las tasas tan elevadas con las que finalizó el año 1999. Por último, los servicios no turísticos mantuvieron un tono muy elevado durante 1999, destacando el dinamismo de los ingresos ligados a los servicios financieros, los seguros y los servicios informáticos.

Las importaciones de bienes, en términos reales, experimentaron ritmos de crecimiento notablemente elevados a lo largo de 1999, como consecuencia del firme avance de la demanda final, muy por encima de las tasas de crecimiento registradas por las exportaciones. No obstante, en el tercer trimestre del año iniciaron una ligera ralentización, que, según las estimaciones de la CNTR, se extendió al cuarto trimestre, período en el que habrían crecido un

GRÁFICO 18

Valor añadido bruto y empleo, por ramas de actividad (a)



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

(a) Tasas interanuales, sin centrar, calculadas sobre las series ciclo-tendencia del INE. En el caso de empleo, se refiere a puestos de trabajo

11,7 %, en tasa interanual. Como se ha comentado en los párrafos anteriores, los datos completos del Departamento de Aduanas correspondientes al último trimestre de 1999 parecen apuntar, sin embargo, hacia un fortalecimiento de las importaciones en ese período, en línea con la recuperación de la demanda final. La información relativa al mes de enero, por su parte, señalaría hacia una estabilización de las compras exteriores en tasas de crecimiento real elevadas, en un contexto de fuertes subidas de sus precios, aunque, dada la volatilidad que caracteriza a estos flujos, habrá que esperar a la recepción de nuevos datos para confirmar esta estabilización. Por grupos de productos, las compras energéticas registraron un notable vigor en el mes de enero, mientras que los componentes no energéticos ralentizaron su ritmo de avance, especialmente los bienes de equipo y los de consumo no alimenticio. Finalmente, las importaciones de servicios registraron un crecimiento elevado en 1999. Los pagos por turismo se aceleraron notablemente en el segundo semestre del ejercicio, alcanzando un ritmo de crecimiento real muy superior al observado el año anterior, en sintonía con el elevado nivel de confianza de los consumidores. Este fuerte ritmo de avance se ha moderado en el mes de enero de 2000. Por otra parte, los pagos por servicios no turísticos también registraron un tono elevado en 1999, especialmente los relacionados con servicios financieros, acorde con la fuerte actividad inversora en el exterior que se generó a lo largo del año.

4.2. Producción y empleo

Desde la óptica de las ramas productivas, la ligera aceleración del PIB observada en el cuarto trimestre de 1999 —del 3,8 % al 3,9 %, en tasa de variación interanual— se correspondió con un mayor dinamismo de las ramas industriales y una menor aportación negativa de la agricultura al crecimiento del producto, mientras que los servicios destinados al mercado mantuvieron un ritmo de expansión elevado y la construcción moderó su ritmo de crecimiento, aunque continuó siendo la actividad más expansiva (véase gráfico 18). La información coyuntural disponible indica que, en general, estas tendencias se han prolongado en los primeros meses del año actual, período en el que se estima que el PIB ha podido registrar una aceleración adicional. En este contexto, el proceso de generación de empleo ha seguido mostrando un vigor notable. El número de puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo aumentó en un 3,2 % en el último trimestre de 1999, con respecto al mismo período del año anterior, tasa similar a la estimada en el tercer trimestre. Este avance estable del empleo dio lugar a que

la productividad aparente del trabajo continuara recuperándose, hasta alcanzar una tasa interanual del 0,7 %, todavía algo reducida en comparación con la media de la última década; la recuperación de la productividad fue especialmente en la industria, donde el empleo se desaceleró. En los meses iniciales de 2000, los indicadores de empleo han continuado mostrando un notable vigor, aunque se estima que su ritmo de crecimiento ha sido ligeramente inferior al de los trimestres finales del ejercicio precedente, permitiendo una recuperación adicional de la productividad aparente del trabajo.

En el cuarto trimestre de 1999, el valor añadido bruto real en la agricultura se redujo en un 1,3 % en tasa interanual, casi un punto menos que en el trimestre precedente. La reducción de la producción vegetal vino condicionada por la escasa pluviosidad que registró el territorio nacional durante el pasado año, si bien el hecho de que las condiciones climatológicas desfavorables no afectasen por igual a todas las regiones explica que algunos cultivos, como las hortalizas y, especialmente, las frutas, registrasen aumentos en su producción. Por su parte, el crecimiento de la producción ganadera mitigó parcialmente el fuerte descenso de la producción vegetal, habiéndose registrado una mayor pujanza tanto en la producción de carne como en la de leche y huevos. La persistente ausencia de lluvias en los primeros meses del año 2000 había configurado un escenario potencialmente desfavorable para la producción agraria en el presente año, que parece haber cambiado en las últimas semanas.

En los meses finales de 1999, la actividad de las ramas industriales recibió el impulso derivado de la progresiva recuperación de las economías europeas, sudamericanas y asiáticas, así como de la dilatada expansión de la economía americana, en un contexto de depreciación del euro. El valor añadido bruto del conjunto de la industria aumentó un 2,9 % en el cuarto trimestre, respecto al mismo período del año anterior, nueve décimas más que en el período precedente. La información coyuntural más reciente coincide en señalar la continuidad del crecimiento acelerado del valor añadido industrial: en el mes de febrero, el IPI exhibió, al igual que en meses anteriores, un carácter expansivo, alcanzando un crecimiento interanual del 10,2 % en dicho mes, que ha situado su crecimiento tendencial en tasas cercanas al 5 %. Asimismo, las afiliaciones a la Seguridad Social en la industria experimentaron una sustancial recuperación en el primer trimestre del año 2000, al incrementarse un 3,8 % en tasa interanual, frente al 3,1 % observado en el cuarto trimestre de 1999. Los resultados de las encuestas de opinión dirigidas a los empresa-

rios industriales han evolucionado en el mismo sentido: el indicador de clima industrial se situó en el mes de marzo tres puntos por encima del nivel alcanzado en diciembre, al incorporar una mejora de las expectativas tanto en relación con la producción como con la cartera de pedidos. Desde un punto de vista desagregado, el proceso expansivo de la actividad industrial ha sido bastante generalizado en el período más reciente, si bien una nota discordante la pondría la desaceleración de las otras industrias manufactureras.

Como quedó implícito al analizar la inversión en construcción, la actividad en esta rama continuó mostrando un elevado dinamismo en el cuarto trimestre de 1999, aunque se desaceleró respecto al trimestre precedente, registrando un crecimiento interanual del 6,9 % en términos reales. Según el avance de la encuesta coyuntural de la industria de la construcción, la menor pujanza de la actividad en el cuarto trimestre afectó tanto al componente de obra civil como al de edificación, aunque en el primer caso la pérdida de vigor fue mucho más intensa. Por otra parte, algunos indicadores contemporáneos de la actividad constructora, principalmente relacionados con la evolución de los consumos intermedios, han tendido a frenar su desaceleración en el primer trimestre de 2000.

El valor añadido en los servicios registró una ligera desaceleración en el cuarto trimestre de 1999, al situarse su tasa de crecimiento interanual en el 3,4 %, una décima menos que en el trimestre anterior. Esta pérdida de ritmo fue consecuencia de la evolución de los servicios no de mercado, que se desaceleraron ocho décimas, en tanto que los servicios de mercado mantuvieron su suave tendencia de aceleración, e incrementaron su ritmo de avance hasta el 4,4 %. Esta expansión no tuvo un carácter generalizado, sino que se concentró, esencialmente, en la rama de las telecomunicaciones y, en menor medida, en los servicios empresariales, personales y de transporte aéreo. La escasa información coyuntural disponible para el primer trimestre del año actual muestra una recuperación del comercio, acompañada de una menor pujanza de la actividad hostelera.

Como se ha indicado con anterioridad, los datos de la CNTR confirmaron que en el cuarto trimestre de 1999 la economía española continuó generando empleo con gran intensidad. En términos de número de puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo, variable que permite una medición homogénea del empleo en cuanto a la duración de la jornada, el empleo experimentó un aumento interanual del 3,2 % en relación con el mismo período del año anterior, lo que permitió una recuperación de la

productividad aparente del trabajo (véase gráfico 18). Los indicadores que ofrecen información relativa a los meses iniciales del año 2000 presentan, dentro de un tono aún vigoroso, unos ritmos de crecimiento del empleo ligeramente inferiores a los registrados a finales de 1999, de forma que el proceso de recuperación de la productividad habría continuado en ese período. En concreto, el número de afiliaciones a la Seguridad Social se incrementó un 5,4 % en el primer trimestre de 2000, tasa que implica una moderada desaceleración en relación con el cuarto trimestre de 1999.

Por ramas de actividad, el crecimiento del empleo en el cuarto trimestre del año pasado resultó ser, en términos relativos, acorde con el diferente vigor de la producción. Así, tanto en la construcción como en los servicios se registraron ritmos de variación interanual más elevados (11 % y 3 %, respectivamente, según la CNTR) que en la industria (1,9 %), mientras que en la agricultura el empleo continuó disminuyendo. Esto permitió que, con la excepción de los servicios no de mercado, la productividad aparente del trabajo se recuperase en todas las ramas. Según la información procedente de las afiliaciones, en el primer trimestre de 2000 el empleo siguió creciendo a ritmos elevados en la construcción y en los servicios de mercado, aunque desacelerándose suavemente, mientras que se habría recuperado en la industria.

La creación neta de puestos de trabajo se ha concentrado en el colectivo de asalariados, ya que los trabajadores por cuenta propia han tendido a reducirse. Este rasgo es común a los datos de la CNTR y a los de la Encuesta de Población Activa (EPA). Como ya se ha comentado en informes anteriores, la información proporcionada por esta Encuesta para 1999 debe ser interpretada con cautela, al haber sufrido esta estadística ciertas modificaciones, enmarcadas en el proceso europeo de armonización de estadísticas laborales, que, aunque han redundado en una estimación más exacta del nivel de empleo de la economía española, han afectado a la comparabilidad con los datos históricos. Estas modificaciones pueden explicar que el crecimiento del empleo según la EPA fuese del 5,2 % al finalizar el año 1999, dos puntos por encima de la estimación de la Contabilidad Nacional. Según datos de la EPA y atendiendo a la duración del contrato, el crecimiento interanual de los asalariados con contrato estable se incrementó en el cuarto trimestre, si bien el ritmo de avance de los trabajadores temporales se recuperó en mayor medida; en consecuencia, la *ratio* de temporalidad aumentó ligeramente en relación con el cuarto trimestre del año precedente y quedó situada en el 32,6 %. Tanto en el cuarto trimestre como

en el conjunto del año, el empleo a tiempo parcial aumentó por encima del empleo a tiempo completo, aunque los resultados de la nueva regulación y del establecimiento de bonificaciones a la contratación estable a tiempo parcial pueden considerarse modestos.

Según la EPA, la población activa registró una aceleración en el cuarto trimestre de 1999, aumentando un 1,8 % en tasa interanual, el doble que en el período precedente, debido a un incremento importante de la tasa de actividad, que, para la población entre 16 y 64 años, se situó en el 64,1 %. El aumento de la participación compensó el impulso del empleo, y la tasa de paro se mantuvo en el 15,4 %, cifra idéntica a la del tercer trimestre. De hecho, el número de parados redujo nuevamente su ritmo de descenso interanual, como también lo hizo el paro registrado en el Instituto Nacional de Empleo (INEM) en ese período; en el primer trimestre de 2000, el descenso del paro registrado ha vuelto a experimentar un recorte, en relación con el trimestre anterior, aunque se aprecian signos de estabilización de este proceso. Aunque la aceleración de la población activa en el cuarto trimestre fue más importante entre las mujeres, el aumento del 8,8 % del empleo femenino permitió que la tasa de paro de este colectivo se redujera, mientras que la tasa de paro masculina se incrementó levemente.

4.3. Precios y costes

De acuerdo con las estimaciones de la CNTR, en el cuarto trimestre de 1999 el deflactor implícito del PIB registró un crecimiento interanual del 3,5 %, manteniendo la trayectoria alcista que había mostrado a lo largo del año, que cerró con un incremento medio del 3,1 %. Dado que los costes laborales unitarios se desaceleraron ligeramente en el cuarto trimestre, y a pesar del empuje experimentado por los impuestos indirectos netos por unidad de producto, la aceleración del deflactor fue compatible con un incremento significativo del excedente bruto de explotación por unidad de producto y con una ampliación de márgenes.

Los costes laborales unitarios experimentaron un avance interanual del 1,7 % en el cuarto trimestre, una décima menos que en el trimestre previo (véase gráfico 19), ya que la recuperación de la productividad aparente del trabajo compensó la débil aceleración de la remuneración por ocupado, cuyo aumento alcanzó el 2,4 %, frente al 2,3 % registrado en el trimestre anterior. Según la Encuesta de Salarios, en el último trimestre del 1999 las ganancias medias por persona y hora en el concepto de pagos totales se incrementaron un 2,6 % respecto al

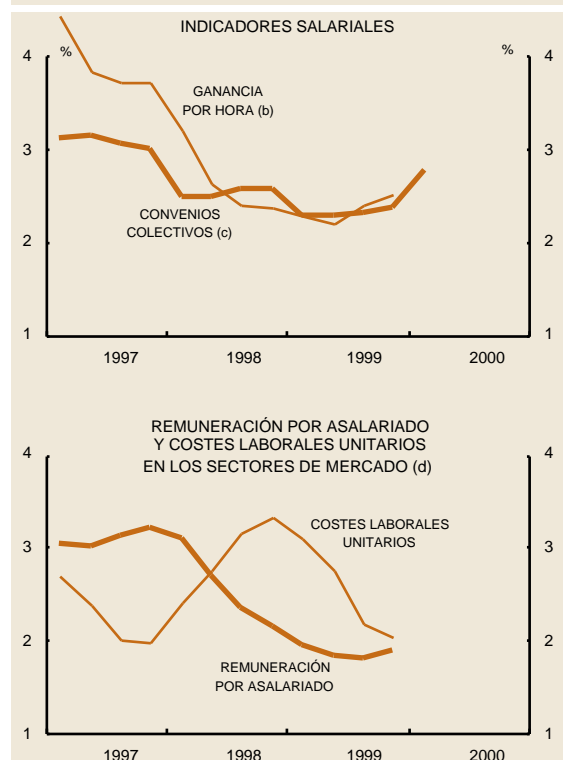
mismo período del año precedente, una décima por encima de la tasa alcanzada en el trimestre anterior. En términos de ganancia por persona y mes, el aumento fue ligeramente inferior (2,5 %), aunque la aceleración fue algo más intensa. Por ramas de actividad, el mayor incremento de las ganancias por persona y hora se produjo en la construcción (4 %), mientras que en la industria (2,6 %) y en los servicios (2,3 %) los aumentos resultaron ser considerablemente más moderados. Si estos resultados se comparan con los de la negociación colectiva, se obtiene una aproximación a la deriva salarial, que, como viene ocurriendo en los últimos años, tampoco resultó ser significativa en 1999. En efecto, el incremento medio de las tarifas salariales negociado en 1999 fue del 2,4 %, sin incluir el efecto de las cláusulas de salvaguardia, que entraron en vigor con posterioridad, al verse desbordado el objetivo de inflación tomado como referencia en la negociación.

El incremento medio de las tarifas salariales negociadas para el año 2000 en los convenios colectivos registrados hasta el 31 de marzo fue del 2,8 %, por encima del aumento pactado en 1999. Como es habitual en los primeros meses del año, la mayor parte de los convenios registrados corresponden a convenios revisados, que hasta marzo incorporaban un incremento de las tarifas del 2,7 %. Por su parte, el incremento pactado en los convenios de nueva firma era del 4,5 %, cifra muy poco representativa, ya que los convenios de nueva firma registrados hasta esa fecha eran muy escasos. Por ramas de actividad, el incremento medio firmado en la agricultura ha sido de un 3,5 %, superior al de los servicios (2,8 %), la industria (2,7 %) y la construcción (2,5 %).

En el gráfico 20 se ha recogido el comportamiento de los deflatores del valor añadido y de los costes laborales unitarios en la economía de mercado (excluidos los servicios no de mercado), en la industria y en los servicios de mercado. En la industria, el deflator del valor añadido se aceleró significativamente en el cuarto trimestre de 1999, mientras que los costes laborales unitarios se moderaron, como consecuencia del dinamismo de la productividad y de la evolución favorable de la remuneración por asalariado; en consecuencia, el margen bruto de explotación unitario mostró una cierta recuperación en la parte final de 1999. Por su parte, el deflator de los servicios de mercado mantuvo el crecimiento del trimestre anterior, mientras que los costes laborales unitarios aumentaron dos décimas más que durante el tercer trimestre del año; de esta forma, se produjo una comprensión de la brecha entre ambos crecimientos, si bien el margen unitario siguió ampliándose.

GRÁFICO 19

Evolución de los salarios y costes laborales (a)



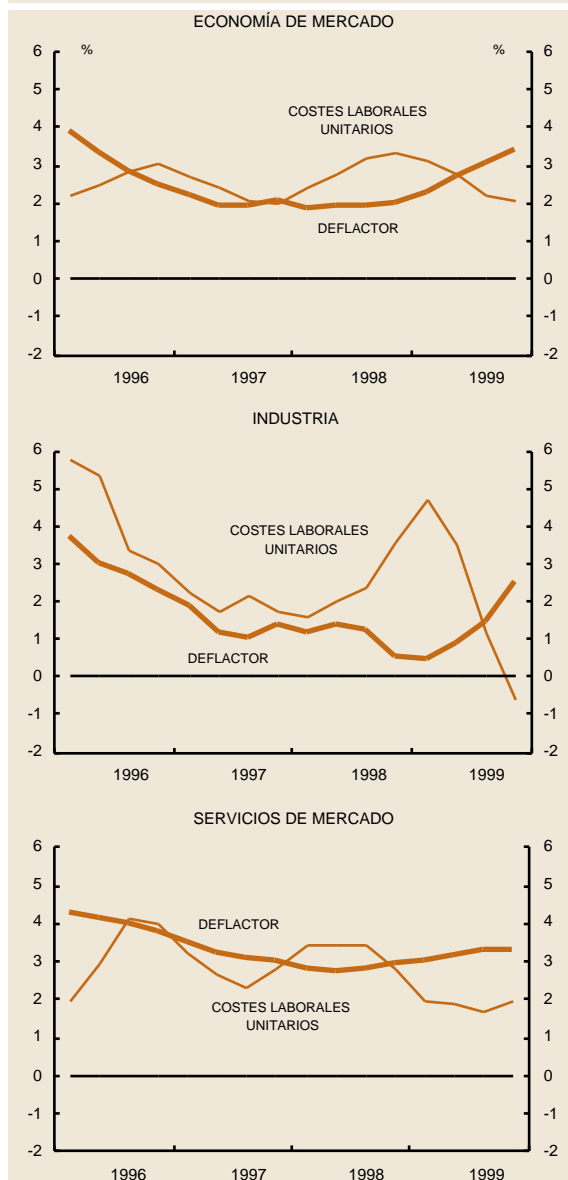
Fuentes: Instituto Nacional de Estadística, y Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales.

- (a) Tasas de variación interanuales.
- (b) Pagos ordinarios.
- (c) Incremento salarial medio para el año en curso, acumulado hasta el mes de referencia. Sin cláusula de salvaguarda.
- (d) Tasas calculadas sobre series de ciclo-tendencia de la CNTR.

La trayectoria ascendente del deflator del PIB en 1999 vino acompañada de una aceleración del deflator de las importaciones, de forma que el deflator de la demanda final registró una variación interanual del 3,7 % en el cuarto trimestre, ocho décimas más que en el trimestre previo. El deflator de las importaciones de bienes y servicios alcanzó en ese período un incremento interanual del 4,6 %, intensificando la aceleración registrada a lo largo de 1999, que, según la información procedente de los índices de valor unitario de importación, ha continuado acentuándose en enero de 2000. El crecimiento de los precios de importación se encuentra fuertemente condicionado por los precios de las importaciones energéticas, cuya variación interanual superó el 150 % en el cuarto trimestre del pasado año, impulsados por la trayectoria alcista del petróleo en los mercados internacionales y, en menor medida, por la cotización del euro frente al dólar. Por su parte, los precios de las importaciones no energéticas han acentuado en enero el crecimiento positivo

GRÁFICO 20

Precios y costes por ramas de actividad (a)



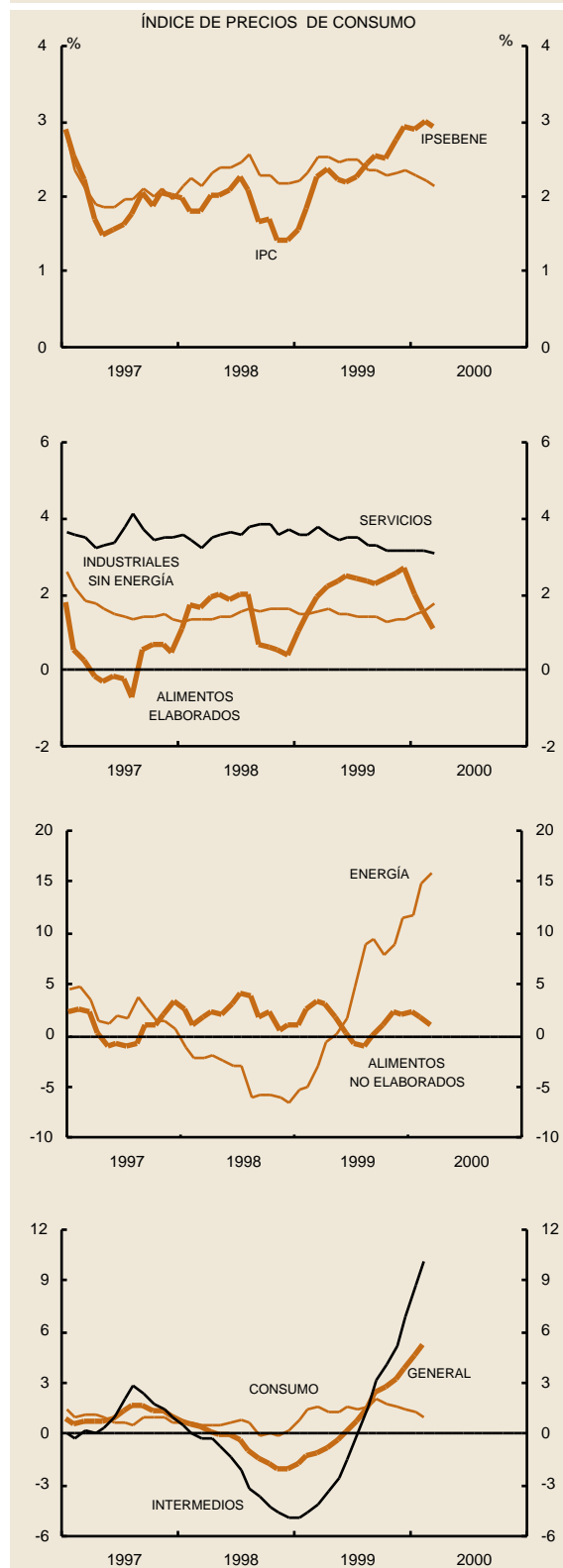
Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

(a) Tasas interanuales, sin centrar, calculadas sobre series de ciclo-tendencia de la CNTR.

alcanzado en el cuarto trimestre, que contrasta con los descensos registrados en los trimestres precedentes.

La evolución de los principales indicadores de precios en los primeros meses del año 2000 ha seguido estando determinada, en buena medida, por la trayectoria alcista del precio del crudo en los mercados internacionales, combinada con la depreciación del tipo de cambio del euro frente al dólar. La tasa interanual del IPC—principal indicador de precios finales— se si-

GRÁFICO 21

Indicadores de precios (a)
España


Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

(a) Tasas interanuales sobre las series originales.

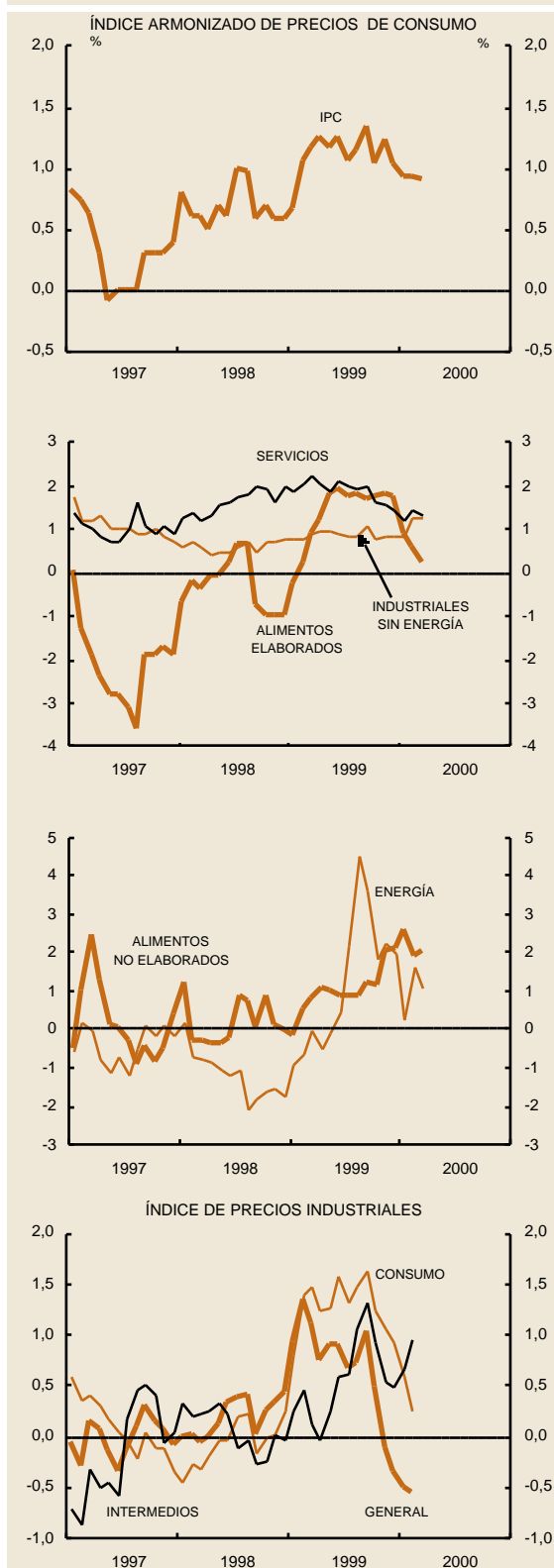
tuó en el 2,9 % en marzo, cifra similar a la correspondiente al último mes del pasado año (véase gráfico 21), si bien el índice de precios de servicios y bienes elaborados no energéticos (IPSE-BENE) redujo su ritmo interanual de crecimiento hasta el 2,1 % en ese mes, frente al 2,4 % del mes de diciembre anterior. Los principales componentes del IPC tuvieron un comportamiento dispar en los primeros meses del presente año, pues el fuerte aumento de los precios energéticos y el avance de los bienes industriales no energéticos han sido contrarrestados parcialmente por la favorable evolución de los precios alimenticios, mientras que los precios de los servicios han permanecido aproximadamente estables.

La tasa de variación interanual del componente energético aumentó desde el 11,5 % en diciembre hasta un 15,9 % en el mes de marzo. Dentro de los productos energéticos, se han producido aumentos considerables de precios, tanto de aquellos cuyo precio es libre, como el gasóleo y los carburantes, como en el caso del gas natural, cuyo precio regulado aumentó en febrero. Sin duda, la decisión de la OPEP de aumentar la producción de petróleo a partir del mes de abril supondrá un descenso de su precio en los mercados internacionales, que aliviará las presiones inflacionistas del componente energético en los próximos meses. No obstante, los descensos del precio del barril de petróleo no se trasladarán de forma inmediata a los precios de consumo, que aún mantendrán tasas elevadas de crecimiento en términos interanuales. Los precios de los bienes industriales no energéticos aumentaron en cinco décimas su ritmo de variación interanual en los tres primeros meses del año, hasta alcanzar el 1,8 % en marzo. En ese mismo período, los precios de los alimentos han registrado, sin embargo, un comportamiento favorable. Los correspondientes a los alimentos no elaborados redujeron en un punto su tasa de crecimiento interanual, hasta situarse en el 1 % en marzo, mientras que los precios de los alimentos elaborados pasaron de registrar una tasa del 2,6 % en diciembre hasta un 1,1 % en marzo. Este importante descenso ha venido determinado, fundamentalmente, por el descuento de los notables aumentos de precios de los aceites que tuvieron lugar en los primeros meses del pasado año. Por último, los precios de los servicios situaron su tasa de variación en el 3,1 % en marzo, favorecidos por los descensos de precios de las telecomunicaciones.

La evolución del IAPC en España y en la zona euro ha sido similar durante los meses iniciales del año (véase gráfico 22). En ambos casos se ha producido un ligero aumento del ritmo de variación interanual, aunque este ha

GRÁFICO 22

Indicadores de precios Diferenciales con la UEM (a)



Fuentes: Eurostat y Banco de España.

(a) Tasas interanuales sobre las series originales.

sido de mayor cuantía en la UEM, de forma que el diferencial de inflación se ha reducido en una décima, hasta situarse en 0,9 puntos porcentuales en el mes de marzo. Por componentes, ha tenido lugar un estrechamiento del diferencial en los alimentos y en la energía, ya que el alza de los precios energéticos ha sido más intensa en la zona euro que en España. En el caso de los servicios, el diferencial se ha mantenido estable, mientras que en el de los bienes industriales no energéticos se ha ampliado, al coincidir una trayectoria alcista en España con una desaceleración en la UEM.

El índice de precios industriales (IPRI) continuó acelerándose en los dos primeros meses del año, alcanzando en febrero un crecimiento del 5,1 % respecto al mismo mes del año anterior, frente al 3,8 % correspondiente al mes de diciembre. Los crecimientos más elevados corresponden a los bienes intermedios energéticos, aunque también se ha producido cierto deterioro en la evolución de los precios de los restantes bienes intermedios, así como en los bienes de equipo. Por el contrario, los bienes de consumo, fundamentalmente los referidos al consumo alimenticio, han registrado una desaceleración, motivada, en buena medida, por el descuento de las elevadas tasas de crecimiento correspondientes a la fabricación de aceite de oliva en los primeros meses del pasado año. Por su parte, los precios percibidos por los agricultores continuaron descendiendo en el cuarto trimestre de 1999, y la información disponible para los primeros meses del año 2000 proveniente de los mercados mayoristas apunta, en general, una evolución favorable de estos precios.

4.4. La actuación del Estado

La Actualización del Programa de Estabilidad y Crecimiento fijó el objetivo de déficit de las AAPP para el año 2000 en el 0,8 % del PIB, 0,5 puntos porcentuales por debajo del déficit estimado entonces para 1999 (1,3 % del PIB). Finalmente, el año 1999 se cerró con un déficit público del 1,1 % del PIB. El objetivo de déficit para el conjunto de las AAPP en el año 2000 resulta de una previsión de déficit del 0,8 % del PIB en el Estado y del 0,1 % en las Administraciones Territoriales, y de un superávit del 0,1 % del PIB en la Seguridad Social.

Los primeros datos del año 2000 en el marco de la Contabilidad Nacional, disponibles hasta el mes de marzo, resultan coherentes con el cumplimiento de dicho objetivo. En los tres primeros meses del año, el Estado acumuló un déficit próximo a 57 mm de pesetas (0,1 % del PIB), cifra muy similar al déficit regis-

trado en el mismo período del año anterior (véase cuadro 3). Los ingresos aumentaron un 8 %, debido, básicamente, a la fortaleza de los impuestos sobre el consumo, la producción y las importaciones, destacando, como en 1999, el incremento del IVA, por encima de lo que explican sus determinantes. Por el contrario, los impuestos directos crecieron débilmente, mientras que el resto de ingresos sufrió una reducción sustancial, como consecuencia de los menores ingresos por beneficios ordinarios del Banco de España. En cuanto a los gastos, registraron en marzo un crecimiento del 8 %, por encima del observado en el conjunto de 1999. Destacan la disminución del gasto en consumo final, asociada al traspaso de competencias en educación no universitaria a las Comunidades Autónomas (CCAA), y el correspondiente aumento de las transferencias corrientes, así como la reducción de los intereses devengados.

La información disponible en términos de caja proporciona un déficit del Estado de 1.000 mm de pesetas hasta marzo de 2000, frente a los 673 mm de pesetas de déficit acumulado en el mismo período de 1999. El incremento del déficit de caja en el primer trimestre de 2000 se debió a la reducción de los ingresos no financieros (2,7 %), en contraste con el moderado crecimiento previsto en el Presupuesto, y a un aumento de los pagos no financieros del 3,4 % en el primer trimestre, algo por encima de lo presupuestado. A continuación se comenta el desglose de ingresos y gastos, utilizando la información de caja.

Dentro de los ingresos, la recaudación tributaria experimentó, en conjunto, un crecimiento en línea con la previsión presupuestaria. Sin embargo, este comportamiento agregado esconde evoluciones opuestas de sus componentes: frente al intenso dinamismo de la imposición indirecta, los impuestos directos registraron una notable caída en el primer trimestre. La reducción de los ingresos por el IRPF se debió, en gran medida, al descenso de ingresos por retenciones de trabajo de CCAA y Seguridad Social de ejercicios anteriores. Además, ha de tenerse en cuenta que los ingresos por retenciones que tuvieron lugar en los dos primeros meses de 1999 correspondieron a la aplicación de la anterior normativa del impuesto —y, por lo tanto, a porcentajes de retención más altos— y que en 2000 se ha reducido también el porcentaje de retención por dividendos. En cuanto al impuesto sobre sociedades, sus ingresos en el primer trimestre son escasamente significativos de su evolución para el conjunto del año, encontrándose muy afectados por un incremento de las devoluciones y por el cambio en

CUADRO 2

Estado. Ejecución presupuestaria

mm de pesetas y %

	Liquidación	Variación	Presupuesto	Variación	Liquidación		
	1999	porcentual 1999/1998	2000	porcentual	1999 ENE-MAR	2000 ENE-MAR	Variación porcentual
	1	2	3		5	6	
1. Ingresos no financieros	18.364	4,8	18.742	2,1	5.001	4.866	-2,7
Impuestos directos	7.817	4,8	8.008	2,4	1.861	1.738	-6,6
IRPF	5.098	2,1	5.149	1,0	1.678	1.589	-5,3
Sociedades	2.558	10,0	2.688	5,1	130	43	-66,9
Otros (a)	161	14,9	171	5,8	53	106	100,9
Impuestos indirectos	7.951	13,3	8.558	7,6	2.161	2.505	15,9
IVA	5.114	17,0	5.655	10,6	1.494	1.777	19,0
Especiales	2.567	7,4	2.630	2,5	603	657	9,0
Tráfico exterior	144	9,2	143	-0,9	33	38	12,9
Otros	126	5,3	130	3,3	31	34	7,6
Otros ingresos	2.597	-14,8	2.176	-16,2	979	622	-36,4
2. Pagos no financieros (b)	19.421	4,2	19.769	1,8	5.674	5.866	3,4
Personal	2.979	-2,4	2.888	-3,0	656	628	-4,3
Compras	436	12,3	340	-22,0	133	133	0,2
Intereses	3.178	-4,7	2.806	-11,7	1.593	1.564	-1,8
Transferencias corrientes	10.809	9,1	11.664	7,9	2.665	2.930	9,9
Inversiones reales	957	2,6	1.012	5,8	409	373	-8,8
Transferencias de capital	1.063	6,6	1.059	-0,3	218	238	9,2
3. Déficit de caja (3 = 1 - 2)	-1.057	-5,1	-1.028	-2,8	-673	-1.000	48,6
PRO MEMORIA: CONTABILIDAD NACIONAL:							
Ingresos no financieros	18.796	8,7	—	—	4.573	4.937	8,0
Pagos no financieros	19.882	3,5	—	—	4.623	4.994	8,0
Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación (c)	-1.087	-43,4	-788	-27,5	-51	-57	12,1

Fuentes: Ministerio de Economía y Hacienda, y Banco de España.

(a) Incluye los ingresos por el impuesto sobre la renta de no residentes.

(b) Incluye pagos sin clasificar.

(c) Las cifras anuales (columnas 1 y 3) proceden de la contestación del MEH al cuestionario de Protocolo sobre Déficit Excesivo (metodología SEC/1995).

el tratamiento de la fiscalidad de no residentes que tuvo lugar en marzo de 1999 (2).

Todas las figuras que componen la imposición indirecta presentaron, hasta marzo, tasas de crecimiento muy superiores a las previstas en el Presupuesto y a las registradas en el conjunto de 1999. Destaca, como ya se ha mencionado, la fortaleza del IVA, que aumentó un 19 % en el primer trimestre, intensificando su ritmo de crecimiento como consecuencia, en cierta medida, del encarecimiento de la energía. Entre los impuestos especiales, destaca el incremento de los que gravan el tabaco y la electricidad, así como del impuesto sobre de-

terminados medios de transporte, reflejo del notable aumento en la matriculación de vehículos.

Los capítulos presupuestarios que integran el conjunto de otros ingresos, a excepción de las transferencias de capital, que proceden en su mayoría de operaciones con la UE, registraron en el primer trimestre tasas de variación inferiores a las presupuestadas. Destacan la reducción de los ingresos patrimoniales procedentes del Banco de España, tanto de los debidos a plusvalías como de los correspondientes a beneficios ordinarios, y la caída en los ingresos por primas positivas de emisión de deuda.

En cuanto a los gastos no financieros, los de naturaleza corriente crecieron hasta marzo por encima de lo presupuestado, aunque en línea con el incremento registrado en el conjunto de 1999. El mayor crecimiento de los pagos res-

(2) Los ingresos por retenciones sobre los intereses de la deuda pública en poder de no residentes que tuvieron lugar hasta febrero de 1999 aparecen incluidos en la recaudación del impuesto sobre sociedades, introduciéndose los realizados posteriormente en la del impuesto sobre la renta de no residentes.

CUADRO 4

Balanza de pagos: resumen (a)

Millones de euros

	ENE 1999	ENE 2000
	Ingresos	Ingresos
Cuenta corriente	11.907	14.292
Mercancías	6.894	8.383
Servicios	3.008	3.431
<i>Turismo</i>	<i>1.660</i>	<i>1.807</i>
<i>Otros servicios</i>	<i>1.348</i>	<i>1.625</i>
Rentas	879	1.116
Transferencias corrientes	1.125	1.361
Cuenta de capital	1.559	726
	Pagos	Pagos
Cuenta corriente	13.579	16.116
Mercancías	8.373	10.649
Servicios	1.988	2.367
<i>Turismo</i>	<i>316</i>	<i>352</i>
<i>Otros servicios</i>	<i>1.672</i>	<i>2.014</i>
Rentas	1.780	1.766
Transferencias corrientes	1.438	1.334
Cuenta de capital	61	79
	Saldos	Saldos
Cuenta corriente	-1.671	-1.823
Mercancías	-1.479	-2.265
Servicios	1.021	1.065
<i>Turismo</i>	<i>1.344</i>	<i>1.454</i>
<i>Otros servicios</i>	<i>-324</i>	<i>-389</i>
Rentas	-900	-650
Transferencias corrientes	-313	27
Cuenta de capital	1.498	646

Fuente: Banco de España.

(a) Avance provisional.

pecto a lo establecido en el Presupuesto se debió, básicamente, a la concentración de pagos por intereses, y al aumento de las transferencias corrientes a las Administraciones Territoriales en concepto de su participación en los ingresos del Estado. Entre estas últimas, las dirigidas a las CCAA crecieron casi un 40 % hasta marzo, como consecuencia de los mencionados trasposos en materia de enseñanza no universitaria realizados durante 1999, junto al efectuado en el presente año a la Comunidad Autónoma de Castilla y León. Por el contrario, la aportación a la Seguridad Social para financiar las operaciones corrientes del INSALUD aumentó un 6,4 %, en línea con lo presupuestado, en tanto que disminuyeron las entregas al presupuesto comunitario. Respecto a las operaciones de capital, las inversiones reales se redujeron en el primer trimestre, debido al menor volumen de pagos por obligaciones contraí-

das en ejercicios anteriores, compensando el aumento de las transferencias de capital.

Finalmente, se comentan brevemente los primeros datos referidos a la ejecución presupuestaria de la Seguridad Social en 2000. Los ingresos por cotizaciones del Sistema (sin incluir recargos y multas) aumentaron un 9,5 % en enero, muy por encima del 7,9 % previsto en el Presupuesto y del 7,2 % de incremento en el conjunto de 1999. El crecimiento de estos ingresos continuó impulsado por el dinamismo del número de afiliados en alta, que aumentó un 5,4 % en el primer trimestre de 2000, en línea con lo observado en el conjunto de 1999. Por el lado del gasto, el destinado a pensiones contributivas creció un 4,7 % en enero, muy por debajo de lo presupuestado, aunque se espera una aceleración de esta partida a lo largo del año, como resultado del incremento en las cuantías de las pensiones mínimas y del pago, en febrero de 2000, de la compensación por desviación de la inflación en 1999. El número de pensiones contributivas creció un 1,2 % hasta marzo, en línea con la previsión presupuestaria y el incremento registrado en 1999. El número de beneficiarios de prestaciones por desempleo total disminuyó un 5 % en febrero, frente al 9,4 % de reducción media en 1999, recogiendo el menor ritmo de caída del paro registrado (un 7 % hasta febrero, frente al 12,6 % en el conjunto de 1999). En línea con lo que sucedió durante 1999, la caída del número de beneficiarios de prestaciones por desempleo, en febrero, fue menor que la contracción del número de desempleados registrados, con lo que la tasa de cobertura aumentó hasta el 65 % (64,5 % en febrero de 1999).

4.5. La balanza de pagos y la cuenta de capital de la economía

En el mes de enero de 2000, el saldo conjunto de las balanzas por cuenta corriente y de capital registró un déficit de 1.177 millones de euros, lo que supone un deterioro de 1.003 millones de euros en relación con el observado en el mismo mes del año anterior. Este resultado refleja el intenso aumento (53,2 %) que ha continuado experimentado el déficit comercial en el primer mes del ejercicio actual, ya que, a pesar de que las exportaciones afianzaron en enero la senda de fuerte recuperación de los meses recientes, y las importaciones se ralentizaron levemente, la relación real de intercambio registró un nuevo deterioro en este mes, derivado fundamentalmente del notable ascenso de los precios de los productos energéticos importados. Los restantes renglones de la cuenta corriente, por el contrario, registraron una evo-

lución favorable: el superávit de turismo continuó aumentando y el déficit de rentas registró una corrección de 251 millones de euros, que refleja el mejor comportamiento de los ingresos del sistema crediticio y la disminución de los pagos realizados por las AAPP. Por su parte, el saldo por transferencias corrientes también registró una mejora de 340 millones de euros, como consecuencia del aumento de los flujos procedentes de la UE en concepto de FEOGA-Garantía y de Fondo Social Europeo. Finalmente, el superávit de la cuenta de capital registró un deterioro de 851 millones de euros en relación con el observado en enero del año ante-

rior, derivado del menor dinamismo de los fondos estructurales procedentes de la UE, que, no obstante, en los primeros meses del año suelen mostrar retrasos.

La necesidad de financiación de la nación que reflejan estos datos estaría indicando un debilitamiento de los saldos sectoriales de hogares y empresas derivado del dinamismo de las inversiones residenciales y de la fortaleza de la inversión productiva privada, en un contexto de favorables perspectivas de crecimiento y avances en la reducción del déficit público.

5. Los flujos financieros de la economía española

5.1. Los flujos financieros del conjunto de la economía

La información de las cuentas financieras relativa al cuarto trimestre de 1999 pone de manifiesto la consolidación de las tendencias que se señalaban en informes anteriores. Así, como se observa en el cuadro 5, prosiguió la caída del ahorro financiero neto de la nación, que, en términos acumulados de cuatro trimestres, se situó en el $-0,9\%$ del PIB, lo que supone que, por primera vez en los últimos años, el ahorro de la nación alcanza un nivel negativo. Esta evolución ha venido determinada, fundamentalmente, por la intensa desacceleración del ahorro de las familias, mientras que el ahorro financiero neto de las empresas ha disminuido solo ligeramente y las AAPP continuaron reduciendo sus necesidades de financiación.

En términos de la posición financiera neta, medida como la diferencia entre el saldo de activos financieros y de pasivos, los datos del cuarto trimestre de 1999 confirman el aumento del saldo acreedor del sector de empresas no financieras y familias que viene observándose desde comienzos de los años noventa. En el caso de las empresas, este incremento de su posición financiera neta refleja, básicamente, el significativo proceso de saneamiento que ha tenido lugar en los últimos años, gracias a las condiciones financieras más favorables y a los mejores resultados empresariales. En cuanto a las familias, la posición financiera neta se ha visto reforzada, más que por el aumento de los activos adquiridos, por la notable revalorización de la riqueza financiera y por el cambio de composición en el ahorro en favor de los activos financieros que presentan una mayor capacidad de generar plusvalías.

Por lo que se refiere a la evolución de la cuenta financiera de la Balanza de Pagos, en 1999, al igual que el año anterior, se registraron salidas netas de capital; esto es, la economía española invirtió en el exterior más recursos financieros de los que obtuvo de los no residentes, de forma que los activos netos frente al exterior (excluidas las reservas) aumentaron en 12 mm de euros (véase cuadro 6). Este significativo incremento de las salidas netas de capital se explica, principalmente, por el fuerte dinamismo de las inversiones españolas en el exterior, directas y de cartera, que se elevaron a 76 mm de euros, lo que equivale a un 14% del PIB. Durante el año, el hecho más destacable lo constituye, sin duda, la extraordinaria expansión de las inversiones directas en el exterior, cuyo montante, tras duplicar el del ejercicio anterior, se elevó a 33 mm de euros.

CUADRO 5

Ahorro y posición financiera

	AHORRO FINANCIERO EN % DEL PIB (Datos acumulados de cuatro trimestres)										
	Media 1988- 1992	Media 1993- 1997	1997	1998				1999			
				I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR
Ahorro financiero de la nación	-2,7	0,5	1,5	1,3	1,0	1,1	0,9	0,9	0,7	0,2	-0,9
Empresas no financieras y familias	-0,2	4,9	3,1	2,6	2,0	2,1	1,7	1,6	1,2	0,9	-0,3
<i>Empresas no financieras</i>	-4,0	-0,7	-0,8	-0,3	-1,0	-0,9	-1,0	-0,8	-0,6	-1,0	-1,2
<i>Familias</i>	3,8	5,6	3,9	2,9	3,0	2,9	2,7	2,4	1,8	1,9	0,9
Instituciones de crédito (a)	1,4	0,7	0,6	0,7	0,8	0,6	0,6	0,5	0,4	0,4	0,4
Inversores institucionales (b)	-0,2	0,1	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Administraciones Públicas	-3,8	-5,4	-2,4	-2,2	-2,0	-1,7	-1,7	-1,4	-1,1	-1,2	-1,1
	POSICIÓN FINANCIERA EN % DEL PIB (c) (Datos del cuarto trimestre)										
	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999			
Posición financiera de la nación	-16,7	-19,2	-19,4	-18,0	-17,7	-18,1	-19,2	-20,4			
Empresas no financieras y familias	39,8	48,1	53,2	59,2	68,5	77,2	86,2	95,9			
<i>Empresas no financieras (d)</i>	-17,3	-16,4	-13,6	-10,9	-6,7	-4,8	-0,3	5,4			
<i>Familias</i>	57,1	64,5	66,8	70,1	75,2	82,0	86,5	90,6			
Instituciones de crédito (a) (d)	12,5	14,1	13,0	12,1	12,8	14,2	14,2	14,2			
Inversores institucionales (b)	-1,1	-1,2	-1,0	-0,9	-0,6	-0,5	-0,6	-0,6			
Administraciones Públicas	-35,2	-42,3	-46,5	-50,3	-52,6	-52,0	-49,7	-47,5			

Fuente: Banco de España.

(a) Definido según la 1ª Directiva bancaria.

(b) Empresas de seguro, instituciones de inversión colectiva, y sociedades y agencias de valores.

(c) Calculada como diferencia entre el saldo de activos financieros y de pasivos.

(d) Excluidas las acciones del pasivo.

Por lo que se refiere al capítulo de otras inversiones, en el transcurso de 1999 ha tenido lugar un cambio en la composición de los activos frente al exterior, observándose una notable disminución de los depósitos del sector privado no financiero en bancos no residentes, lo que sugiere que los agentes, en un entorno de sistemas de pagos unificados en la UEM, han optado por liquidar una parte de las posiciones constituidas anteriormente. A su vez, los activos exteriores del sistema crediticio experimentaron un fuerte incremento, que es, principalmente, el resultado del aumento de los activos intrasistema en poder del Banco de España, y cuyo origen está ligado a las operaciones interbancarias realizadas a través del sistema TARGET. En cuanto a los activos de reserva, la caída que se observa responde a la transferencia de reservas del Banco de España al BCE a comienzos del año y al vencimiento de *swaps* de divisas contratados previamente.

Respecto a la adquisición de pasivos exteriores (entradas de capital), el hecho más destacable es el notable incremento de las inversiones de cartera de no residentes, cuya cifra se elevó a 41 mm de euros. A diferencia del año

anterior, en que más de la mitad del total de estas inversiones se materializó en la compra de valores de renta variable, la atonía mostrada por las bolsas nacionales durante buena parte de 1999 desplazó el interés de los inversores hacia los valores de deuda pública. En relación con el resto de pasivos exteriores incluidos en el capítulo de otras inversiones, destacan, por un lado, el elevado endeudamiento exterior del sector privado no financiero —que, en parte, ha podido financiar las operaciones de inversión directa de las empresas españolas en el exterior— y, por otro, el incremento que, de nuevo, han mostrado los pasivos de las entidades de crédito frente al exterior, aunque el ritmo de endeudamiento fue menor que el de 1998.

En cuanto a la estructura sectorial de los flujos financieros, las salidas netas de capital contabilizadas durante 1999 han venido determinadas, en su mayor parte, por la adquisición neta de activos exteriores por parte del sector privado no financiero, lo que se ha financiado mediante el endeudamiento del sistema crediticio (excluyendo el Banco de España) y la adquisición de deuda pública por parte de los inversores no residentes.

CUADRO 6

Detalle de la cuenta financiera de la balanza de pagos

Millones de euros

	1997	ENE-DIC	
		1998	1999
SALDO DE LA CUENTA FINANCIERA	-2,775	-991	9,098
VARIACIÓN DE PASIVOS FRENTE AL EXTERIOR	34,479	65,678	88,157
Inversiones directas (a)	5,621	10,151	8,819
Inversiones de cartera (b)	11,068	15,353	41,419
Administraciones Públicas	9,952	4,125	23,812
Otros sectores residentes	1,183	8,469	9,348
Sistema crediticio	-67	2,759	8,259
Otras inversiones	17,790	40,174	37,919
Administraciones Públicas	21	866	-356
Otros sectores residentes	544	4,318	13,846
Sistema crediticio	17,226	34,990	24,429
VARIACIÓN DE ACTIVOS FRENTE AL EXTERIOR	37,255	66,669	79,059
Inversiones directas	10,970	16,507	32,658
Otros sectores residentes	9,844	14,756	33,199
Sistema crediticio	1,126	1,751	-541
Inversiones de cartera	14,377	40,787	43,170
Otros sectores residentes	10,049	29,873	29,302
Sistema crediticio	4,328	10,914	13,868
Otras inversiones	1,555	21,623	24,202
Administraciones Públicas	331	388	213
Otros sectores residentes	12,392	17,668	-8,853
Sistema crediticio	-11,168	3,567	32,842
Activos de reserva	10,352	-12,248	-20,971

Fuente: Balanza de pagos. Banco de España.

(a) Incluye las inversiones de cartera en acciones no cotizadas.

(b) Incluye las inversiones directas en acciones cotizadas.

Respecto al año 2000, solo existe información de la balanza de pagos correspondiente al mes de enero, por lo que puede no resultar muy relevante acerca de las posibles pautas que van a observarse este año. En cualquier caso, lo más destacable de ese mes es que se ha producido una entrada neta de capitales, una parte de los cuales se explica por un flujo de inversión directa del exterior en España relativamente elevado y superior al de la inversión directa de España en otros países.

5.2. Flujos financieros de las empresas no financieras y de las familias

Según se ha comentado en el apartado anterior, el ahorro financiero neto del sector privado no financiero se redujo notablemente en el último trimestre de 1999, alcanzando un -0,3 % del PIB (en términos acumulados de los cuatro últimos trimestres). Esta evolución general, que resulta, sobre todo, de la fuerte caída del ahorro de las familias, viene explicada por un creci-

miento más rápido de los pasivos que de los activos financieros. De acuerdo con las estimaciones realizadas sobre la base de la información provisional disponible para algunas partidas de activos financieros y pasivos, esta tendencia podría mantenerse en el primer trimestre del presente año.

Por el lado de los activos financieros, como se observa en el cuadro 7 y en el gráfico 23, entre los meses de enero y marzo de 2000 las inversiones financieras del sector privado podrían haber mantenido un ritmo de crecimiento estable, con una tasa interanual en torno al 14 %, prácticamente idéntica a la del último semestre de 1999. En cambio, se estima que el componente de los activos financieros líquidos —que se componen del efectivo, los depósitos bancarios, cesiones temporales, valores bancarios y participaciones en fondos de inversión de renta fija— ha continuado creciendo a un ritmo mucho más moderado que el del conjunto de los activos financieros totales, con una tasa de expansión interanual estable, alrededor del 3 %.

CUADRO 7

Activos y pasivos financieros de las familias y las empresas no financieras

	Saldo último trimestre (a) (b)	Tasas T1,4					
		1998	1999				2000 (b)
		IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR
FAMILIAS Y EMPRESAS NO FINANCIERAS:							
Total activos financieros	1.423,6	14,3	10,9	12,0	14,2	14,2	14,6
Activos financieros líquidos	549,5	5,4	4,3	4,2	4,3	2,8	2,5
Medios de pago	271,8	14,6	14,9	17,5	17,5	11,9	12,5
Otros activos financieros líquidos	277,6	-1,1	-3,1	-5,5	-5,4	-4,7	-5,7
Resto de activos financieros	874,2	22,6	16,6	18,5	22,4	23,3	23,8
Total pasivos	938,0	13,2	14,4	16,3	16,4	15,8	16,2
Financiación bancaria más valores de renta fija	618,4	16,2	15,9	19,2	19,3	19,0	20,0
Crédito de entidades de crédito residentes	481,8	15,7	14,8	16,6	15,9	15,6	16,5
Resto de pasivos financieros	319,6	8,3	12,0	11,4	11,4	10,2	9,4
FAMILIAS:							
Total activos financieros	905,2	12,8	8,5	8,9	11,3	11,6	12,0
Activos financieros líquidos	446,8	3,6	2,2	1,6	1,1	0,7	0,3
Medios de pago	204,9	8,9	10,6	14,2	15,4	13,9	12,7
Otros activos financieros líquidos	241,9	0,4	-2,8	-6,3	-7,9	-8,2	-8,3
Resto de activos financieros	458,4	27,4	17,2	18,8	26,2	25,8	26,3
Total pasivos	380,0	13,2	15,4	15,1	15,3	14,6	12,7
Financiación bancaria más valores de renta fija	272,7	18,3	18,5	18,3	18,3	17,7	16,0
Crédito de entidades de crédito residentes	246,9	19,1	19,3	19,0	18,9	18,2	16,3
Resto de pasivos financieros	107,3	3,0	8,8	8,2	8,8	7,4	5,2
EMPRESAS NO FINANCIERAS:							
Total activos financieros	518,4	17,3	15,8	18,0	19,4	19,0	19,5
Activos financieros líquidos	102,7	14,8	15,5	17,7	21,3	13,0	13,5
Medios de pago	67,0	35,4	30,2	28,8	24,6	6,1	11,7
Otros activos financieros líquidos	35,7	-13,5	-5,4	1,4	16,2	27,8	16,8
Resto de activos financieros	415,7	18,0	15,9	18,1	18,9	20,7	21,1
Del cual: Activos frente a empresas no financieras y familias	192,6	8,3	8,5	9,0	8,1	8,9	13,9
Activos frente al resto del mundo	126,7	48,4	37,3	41,7	39,9	38,1	38,3
Total pasivos	558,0	13,2	13,8	17,2	17,2	16,7	18,6
Financiación bancaria más valores de renta fija	345,7	14,5	13,7	19,9	20,2	20,0	23,3
Crédito de entidades de crédito residentes	235,0	12,5	10,4	14,2	13,0	13,0	16,7
Resto de pasivos financieros	212,3	11,3	13,9	13,1	12,8	11,7	11,7

Fuente: Banco de España.

(a) Miles de millones de euros.

(b) Los datos correspondientes al primer trimestre de 2000 son estimaciones provisionales.

Fuente: Banco de España.

(a) Miles de millones de euros.

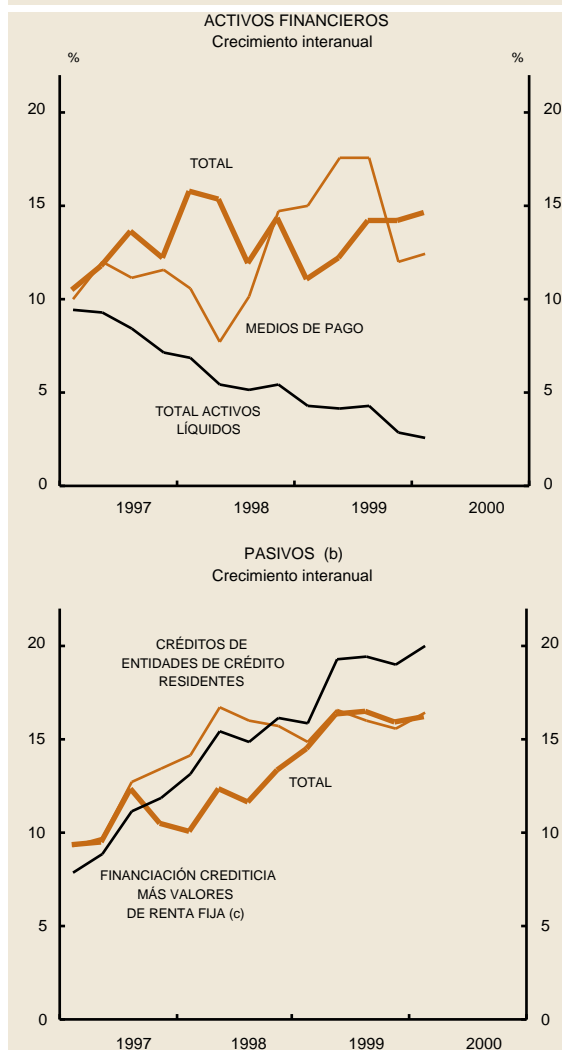
(b) Los datos correspondientes al primer trimestre de 2000 son estimaciones provisionales.

Por su parte, en el último trimestre de 1999 los medios de pago moderaron sensiblemente su expansión, de forma que, al acabar dicho año, su tasa interanual de crecimiento se situó en el 12 %, frente al 17 % de trimestres anteriores; dicha evolución se ha mantenido, previsiblemente, en el período enero-marzo de 2000. Esta relativa moderación de los medios de pago —que está, probablemente, asociada al mayor coste de oportunidad de mantener dichos activos, en un entorno alcista de tipos de interés— podría interpretarse como un signo de la menor disposición de los agentes para adoptar decisiones de gasto inmediatas. Sin embargo, las tasas de

expansión siguen siendo muy elevadas y, además, la mayor desaceleración parece observarse en el caso de las empresas, mientras que es menos significativa para las familias, en las que la relación entre medios de pago y decisiones de gasto puede ser más directa.

En cuanto a la evolución de los pasivos financieros del sector privado, se aprecia el mantenimiento de la evolución expansiva de trimestres anteriores, con un crecimiento en torno al 16 %. Dicha tasa recoge la consolidación de unos elevados ritmos de aumento de la financiación concedida al sector privado: de hecho,

GRÁFICO 23

Empresas no financieras y familias (a)


Fuente: Banco de España.

(a) Los datos del primer trimestre de 2000 son estimaciones provisionales.

(b) Excluidas las acciones.

(c) No incluye el crédito comercial.

se estima que el agregado de endeudamiento compuesto por el crédito bancario y los valores de renta fija ha crecido a una tasa interanual del 20 % en el primer trimestre de 2000, un punto porcentual superior a la de finales del año anterior.

5.2.1. Flujos financieros de las familias

El hecho más significativo en la evolución financiera de las familias durante el cuarto trimestre de 1999 es que su ahorro financiero neto disminuyó drásticamente, hasta situarse

en el 0,9 % del PIB, lo que representa el nivel más bajo de las dos últimas décadas. Este comportamiento ha venido determinado por un conjunto de factores incentivadores del gasto y del endeudamiento, en detrimento del ahorro, entre los que cabría apuntar el aumento de la riqueza financiera del sector, sostenida, sobre todo, por la subida de las cotizaciones bursátiles; las buenas condiciones de financiación, que han propiciado que las familias mantengan un ritmo de endeudamiento crediticio notable; y, finalmente, las favorables perspectivas económicas, que hacen disminuir el ahorro por motivos precautorios.

Como se observa en el gráfico 24, en el primer trimestre de 2000, en línea con los últimos trimestres, se ha acelerado ligeramente el crecimiento de los activos, mientras que el ritmo de expansión de los pasivos se ha moderado. Se estima que en dicho período los activos financieros totales han crecido a una tasa interanual del 12 % (similar a la de finales de 1999), con una composición en la que, de nuevo, los activos financieros líquidos han mantenido una contribución muy moderada, con una tasa de expansión prácticamente nula (0,3 %). Tanto los medios de pago como el resto de los activos líquidos parecen haber mantenido un ritmo de crecimiento estable, en comparación con 1999. Así, los primeros registraron una tasa de avance interanual cercana al 13 %, mientras que los otros activos líquidos tuvieron una expansión negativa del 8 %. En este sentido, el aspecto más sobresaliente de los últimos meses es el desplazamiento del ahorro que ha tenido lugar desde los fondos de inversión de renta fija hacia otros activos financieros, como depósitos a plazo, fondos de inversión de renta variable e internacionales y productos de seguro. Entre estos últimos, la demanda parece estar concentrándose en los denominados *unit linked*, que ofrecen una rentabilidad financiero-fiscal muy atractiva.

La expansión de los pasivos financieros de las familias, que a lo largo de 1999 habían venido mostrando un ritmo de crecimiento muy elevado (15 %), podría haberse moderado en el primer trimestre de 2000, con una tasa de expansión interanual por debajo del 13 %. El avance de la financiación obtenida a través de las entidades de crédito residentes, principal canal de financiación de este sector, se ha reducido hasta una tasa interanual del 16 %, dos puntos inferior a la de finales del pasado año. Según se desprende de la información sobre el destino del crédito en el último trimestre de 1999, el otorgado a la adquisición de vivienda se mantiene en tasas elevadas, con una expansión del 19 %, mientras que el concedido para financiar la adquisición de bienes duraderos, en

línea con lo observado a lo largo del año, se ha moderado sensiblemente, hasta situarse en una tasa del 8 % en términos interanuales.

5.2.2. Flujos financieros de las empresas no financieras

Los flujos financieros de las empresas muestran una evolución más equilibrada entre el crecimiento de los activos financieros y de los pasivos que en el caso de las familias, lo que se traduce en el mantenimiento de un ahorro financiero neto estable, que, en el cuarto trimestre de 1999, se situaba en el -1,2 % del PIB. Dicho nivel, similar al que se viene observando en los últimos años, pone de manifiesto que las empresas están financiando la actual fase de crecimiento económico sin necesidad de endeudarse significativamente en términos netos. Esto revela que el sector está generando un volumen elevado de recursos propios para financiar sus inversiones y, además, es un síntoma de la mayor orientación inversora de las empresas españolas en el exterior. En efecto: con independencia de que se financie a través de endeudamiento o de ampliaciones de capital, la expansión exterior de la actividad empresarial no afecta al ahorro financiero neto, puesto que representa paralelamente un incremento de los activos financieros en poder de las empresas.

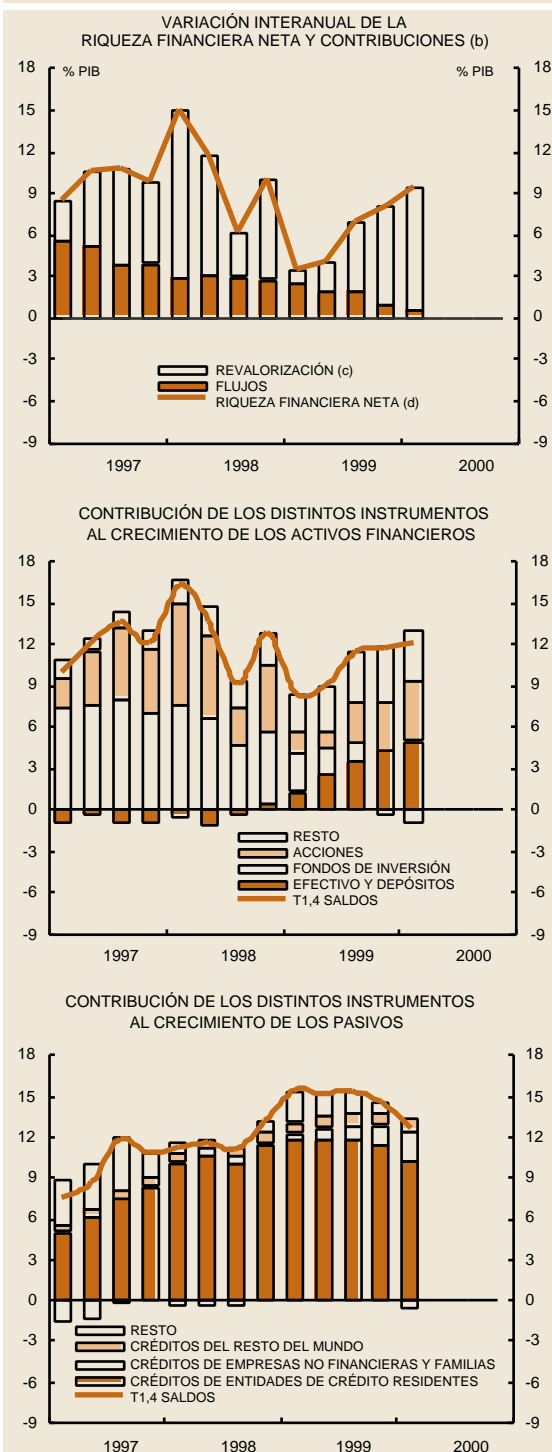
En relación con la evolución reciente de los activos financieros, en el primer trimestre del año 2000 se observa un dinamismo similar al de periodos anteriores, con un crecimiento interanual para el total de los activos financieros que podría estar cercano al 20 %. Como se aprecia en el gráfico 25, al igual que en periodos anteriores, los activos financieros menos líquidos son los que mantienen las contribuciones más elevadas, y entre ellos destacan los activos frente a familias y empresas (el denominado crédito interempresarial) y los mantenidos frente al resto del mundo.

De forma paralela al crecimiento de los activos financieros, se estima que los pasivos financieros de las empresas experimentaron en el primer trimestre del presente año un incremento notable, hasta alcanzar una tasa de expansión interanual cercana al 19 %, dos puntos superior a la registrada al finalizar 1999. Este repunte se explica por el incremento del crédito obtenido, tanto del sistema bancario residente como de otras empresas y familias, cuyas tasas de expansión interanual aumentaron en ambos casos en torno a cuatro puntos en relación con el trimestre precedente.

En cuanto al destino final de la financiación bancaria, la información relativa al cuarto tri-

GRÁFICO 24

Familias (a)



Fuente: Banco de España.

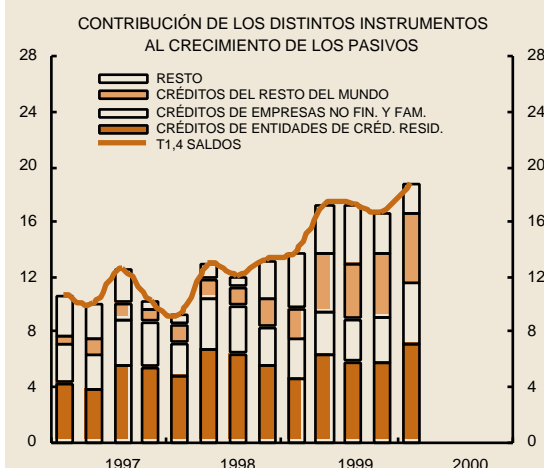
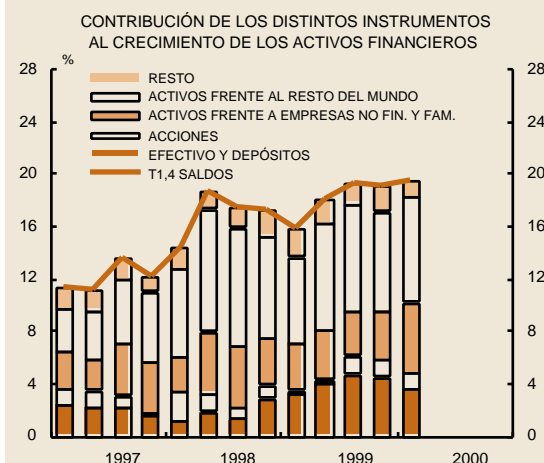
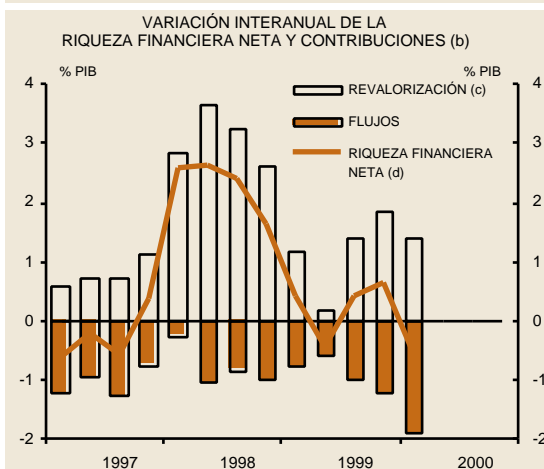
(a) Los datos del primer trimestre de 2000 son estimaciones provisionales.

(b) Los datos de flujos y revalorización son acumulados en cuatro trimestres.

(c) Diferencia entre la variación del saldo y el flujo.

(d) Calculada con una estimación del activo para aproximarla a una valoración a precios de mercado.

GRÁFICO 25

Empresas no financieras (a)


Fuente: Banco de España.

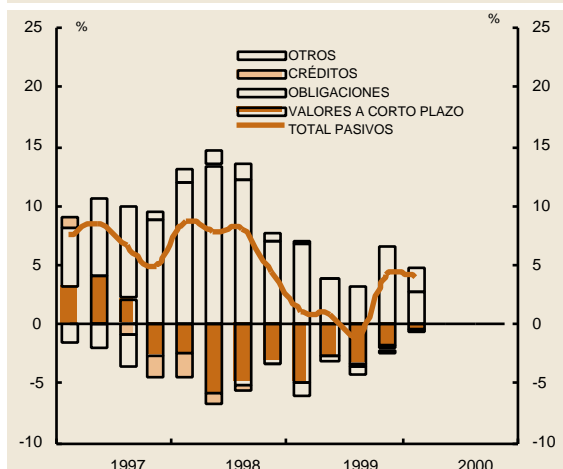
(a) Los datos del primer trimestre de 2000 son estimaciones provisionales.

(b) Los datos de flujos y revalorización son acumulados en cuatro trimestres.

(c) Diferencia entre la variación del saldo y el flujo.

(d) No se incluyen las acciones en el pasivo. Calculada con una estimación del activo para aproximarlos a una valoración a precios de mercado.

GRÁFICO 26

Crecimiento de los pasivos de las Administraciones Públicas


Fuente: Banco de España.

El primer trimestre de 1999 evidencia una moderación notable del crédito concedido a las actividades productivas, con una tasa de crecimiento del 12 %, cuatro puntos por debajo de la observada en el trimestre precedente. Dicha moderación se debió a la disminución del crédito otorgado al sector industrial y a los servicios, que terminó el año expandiéndose a unas tasas del 9 % y 11 %, respectivamente, en ambos casos seis puntos porcentuales por debajo de las registradas en el trimestre anterior. Sin embargo, el crédito concedido a la construcción mantuvo su trayectoria ascendente, con una tasa de avance interanual del 20 %, cinco puntos por encima de la correspondiente al trimestre precedente.

5.3. Los flujos financieros de las Administraciones Públicas

En el cuarto trimestre de 1999, las necesidades de financiación de las Administraciones Públicas —calculadas acumulando los cifras correspondientes a los cuatro últimos trimestres— disminuyeron hasta el 1,1 % del PIB, tres décimas por debajo del objetivo presupuestario establecido a comienzos del año. La información disponible para el primer trimestre del presente año apunta a que esta mejora ha continuado, estimándose un ahorro financiero neto para el conjunto del sector en línea con el presupuestado para el conjunto del ejercicio.

Como se aprecia en el gráfico 26, a diferencia de la evolución observada en trimestres anteriores, los pasivos financieros han seguido re-

cientemente una trayectoria ascendente, con una tasa de variación interanual en el cuarto trimestre de 1999 del 3 %, muy similar a la que se prevé para el primer trimestre de 2000. Esto no contradice los datos sobre la trayectoria del ahorro financiero neto, puesto que este depende también de la evolución de los activos financieros. Además, debe destacarse que el perfil de los pagos por intereses en los primeros meses del año ha hecho que las necesidades de financiación en dicho período hayan sido superiores a las de años anteriores, sin que esto influya en los objetivos anuales fijados.

En cuanto a la composición del saldo de pasivos financieros, hay que destacar que durante todo el año 1999 hubo emisiones netas positivas de los pasivos a largo plazo, mientras que disminuyó drásticamente el saldo de instrumentos a corto plazo. Esto hizo que, al finalizar 1999, la vida media de la deuda del Esta-

do en moneda nacional se situara en 5,3 años, frente a los 5 años al cierre de 1998. Entre los meses de enero y abril de 2000, las emisiones netas de valores públicos han sido negativas por importe de 1,7 mm de euros, fruto de una amortización de financiación, tanto a largo como a corto plazo, de 0,6 y 1,1 mm de euros, respectivamente. Sin embargo, en el caso de la deuda a medio y largo plazo esta cifra viene muy influida por la elevada amortización de bonos a tres años que tuvo lugar a mediados de abril, por lo que es posible que esos fondos se reinviertan, de nuevo, en bonos y obligaciones en las subastas correspondientes al mes de mayo. En el caso de las letras del Tesoro, ha tenido lugar una reducción del saldo vivo de las letras a seis y doce meses, mientras que el saldo de letras a dieciocho meses ha aumentado.

26.4.2000.

La interpretación de los diferenciales de inflación en la Unión Monetaria

Este artículo ha sido elaborado por Enrique Alberola, del Servicio de Estudios.

1. INTRODUCCIÓN

Tras el inicio de la Unión Económica y Monetaria (UEM) los diferenciales de inflación persisten entre los países del área del euro, habiéndose situado en 1999 en el entorno de un punto porcentual. Aunque los diferenciales son relativamente reducidos y la evidencia muestra que diferencias de inflación de esta magnitud no son infrecuentes entre las regiones de un país, el análisis de los determinantes de la evolución divergente de los precios entre los países de la UEM resulta relevante al menos por dos razones:

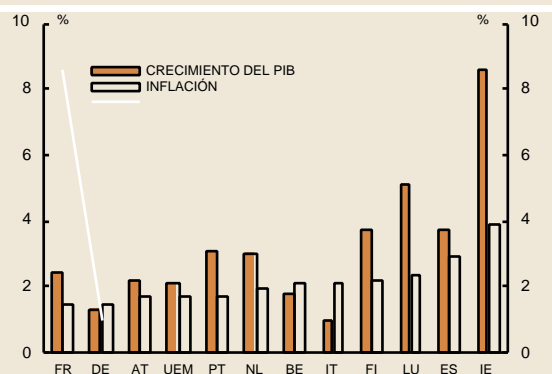
Por un lado, los diferenciales de inflación dentro de la UEM pueden obedecer tanto a factores relacionados con el desequilibrio y las rigideces de la economía, en cuyo caso una mayor inflación se traduciría en una pérdida de competitividad, como a un proceso de convergencia real y de productividad de los países menos desarrollados con respecto a la media europea, situación en la cual los diferenciales de inflación no generarían pérdidas de competitividad ni desequilibrios macroeconómicos; nótese que estas interpretaciones dan lugar a visiones contrapuestas sobre la naturaleza —preocupante en el primer caso, más benigna en el segundo— de los diferenciales de inflación en una unión monetaria.

Por otro lado, en una unión monetaria, por definición, no existe la posibilidad de llevar a cabo ajustes nominales en el ámbito doméstico —a través de la política monetaria o de la devaluación del tipo de cambio—; en el caso de que los diferenciales de inflación respondieran a la interpretación más negativa, es decir, estuvieran asociados a la existencia de rigideces y desequilibrios en la economía, existen razones para esperar que el eventual ajuste tendría mayores efectos en términos reales que cuando existe una política monetaria y cambiaria autónoma.

En este artículo se consideran los argumentos teóricos que subyacen a una y otra interpretación, con el fin de evaluar en la medida de lo posible la naturaleza de los diferenciales de inflación que se vienen observando tras la adopción de la moneda única.

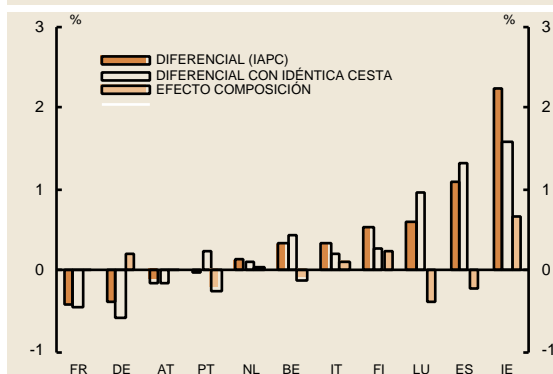
Una conclusión que emerge del análisis es que los diferenciales de inflación observados vienen generados por elementos tanto favorables como desfavorables, cuya importancia relativa es, desafortunadamente, difícilmente

GRÁFICO 1

Crecimiento del PIB e inflación (IAPC) en la UEM. 1999

Fuentes: Eurostat y estadísticas nacionales.

GRÁFICO 2

Diferenciales de inflación y efecto composición

Fuentes: Eurostat y Banco de España.

cuantificable. En general, puede admitirse que los procesos sostenidos de convergencia real estarán normalmente acompañados, en el medio plazo, por diferenciales de inflación positivos con respecto a los países más desarrollados del área; sin embargo, en el caso de que los diferenciales sean excesivos, en el sentido de que recojan la influencia del inadecuado funcionamiento de los mercados o de los desequilibrios de demanda, el proceso de convergencia puede verse amenazado.

2. LA MEDICIÓN DE LA INFLACIÓN Y EL EFECTO COMPOSICIÓN

El gráfico 1, que servirá de referencia a lo largo del artículo, presenta la inflación registrada en el año 1999, según el Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC), junto a la tasa de crecimiento de cada país. El gráfico permite ilustrar que, en general, son los países que más están creciendo los que experimentan mayores tasas de inflación.

Antes de ocuparnos de los factores teóricos que pueden explicar estos diferenciales es conveniente señalar algunos aspectos técnicos que pueden influir en la medición de los diferenciales de inflación entre los miembros de la UEM.

La tasa de inflación de referencia en la UEM viene dada por las variaciones en el IAPC. Este índice pretende homogeneizar la lista de bienes contenidos en las cestas de los IPC nacionales, que presentan en algunos casos importantes disparidades. La armonización no implica, sin embargo, que el peso de cada uno de los bienes en la cesta de consumo sea igual entre países, y de hecho, tal como ocurre en los IPC regionales dentro de España, el peso de cada

bien pretende reflejar su proporción en el gasto de las familias en el área geográfica considerada, en este caso los países del área euro (1).

Los diferentes pesos implican que, aunque los precios de cada uno de los bienes crezcan al mismo ritmo en todos los países, la tasa agregada resultante puede diferir entre países debido a la diferente composición de las cestas. Este *efecto composición*, si es muy importante, puede llegar a distorsionar la valoración que se haga de los diferenciales de inflación, ya que una mayor inflación en un país determinado podría no derivarse de un mayor incremento general de los precios, sino del hecho de que los bienes cuyos precios más hayan aumentado tengan un mayor peso relativo en la cesta de consumo de dicho país.

El gráfico 2 ofrece información que permite discernir, a grandes rasgos, la relevancia de este efecto composición en los diferenciales de inflación observados entre los países de la UEM en el año 1999. La primera columna presenta los diferenciales de inflación medidos por el IAPC; la segunda, los diferenciales que se observarían si los pesos de los países en cada uno de los cinco grandes grupos de bienes fueran los mismos, es decir, si no se tuviera en cuenta el efecto composición; y la tercera columna recoge el efecto composición propiamente dicho, que es simplemente la diferencia entre la primera columna y la segunda. Como se observa, el efecto composición no es, en general, muy relevante, explicando tan solo el 14 % de la varianza de los diferenciales obser-

(1) Así, por ejemplo, el peso de los bienes no elaborados en el IAPC es sustancialmente mayor en España que en el agregado del área (16,3 %, frente a 8,97 %), mientras que es menor en los servicios (30 %, frente a 36 %)

vados. No obstante, este efecto presenta cierta entidad en el caso de España (-0,2 %), Luxemburgo (-0,4 %) o Irlanda (+0,7) (2).

En definitiva, el efecto composición puede ser en algunos casos un factor a considerar para explicar los diferenciales de inflación, pero no es fundamental, pues los diferenciales de inflación persisten después de considerarlo, tal como muestra la segunda columna del gráfico 2.

3. LA HIPÓTESIS DE CONVERGENCIA

Una vez se ha mostrado que el modo de medir la inflación dentro del área no afecta sustancialmente a la magnitud de los diferenciales, se pueden abordar los argumentos teóricos utilizados para explicarlos.

A pesar de que generalmente se admite que la inflación conlleva unos costes que reducen la capacidad de crecimiento de la economía, existen argumentos teóricos que cuentan con un cierto respaldo empírico y que permiten demostrar que, en una unión monetaria, un mayor crecimiento puede dar lugar a unos diferenciales de inflación positivos (3). Bajo este prisma, los diferenciales de inflación pueden ser considerados como consustanciales a los procesos de convergencia e integración que economías como la española están disfrutando y, por lo tanto, se descarta la posibilidad de que tales diferenciales puedan reflejar problemas estructurales o de competitividad de la economía. A continuación se exponen brevemente estos argumentos y se valoran las críticas a las que son sometidos.

3.1. Convergencia en rentas y en niveles de precios

El primer argumento parte de la observación de que los países con mayor nivel de renta

también tienden a tener los niveles más altos de precios. Si los países más pobres convergieran en términos reales con la media europea se esperaría que sus precios también tendieran a igualarse. Como el tipo de cambio es irrevocable entre los países del área, la convergencia en el nivel de precios supondría para estos países un diferencial continuado y positivo de inflación con respecto a la media europea, hasta que se alcanzara el nivel de convergencia. En un estudio reciente, la Comisión Europea (1999) calcula que si la economía española alcanzara el 90 % de la renta media de la Unión Europea en los próximos diez años, los diferenciales medios de inflación respecto al área estarían en torno al 1,5 % anual a lo largo de este período (4).

La correlación entre nivel de renta y nivel de precios, sin embargo, dista de ser perfecta. Ejemplos como el de Estados Unidos, cuyo nivel de precios es ligeramente inferior al de la Unión Europea, mientras que su renta per cápita es sensiblemente superior (5), o las evidentes diferencias de precios existentes entre provincias españolas con similares niveles de renta demuestran que el argumento debe ser matizado en ciertas ocasiones. En general, sin embargo, cabe esperar que ambas variables estén positiva y significativamente correlacionadas.

3.2. El modelo Balassa-Samuelson

El debate en torno a la valoración de los diferenciales de inflación en la UEM ha girado predominantemente en torno a un modelo que Bela Balassa y Paul Samuelson desarrollaron hace casi cuarenta años para explicar por qué los países con menor nivel de renta tienen un nivel de precios más bajo. Dada su relevancia teórica en este contexto, es conveniente desarrollar sus argumentos con cierto detalle.

Como punto de partida, deben distinguirse dos sectores en la economía: un sector de bie-

(2) En España, el efecto composición negativo se explica básicamente por el menor peso de dos de los grupos con mayores incrementos de inflación en el último año: servicios y, en especial, bienes energéticos.

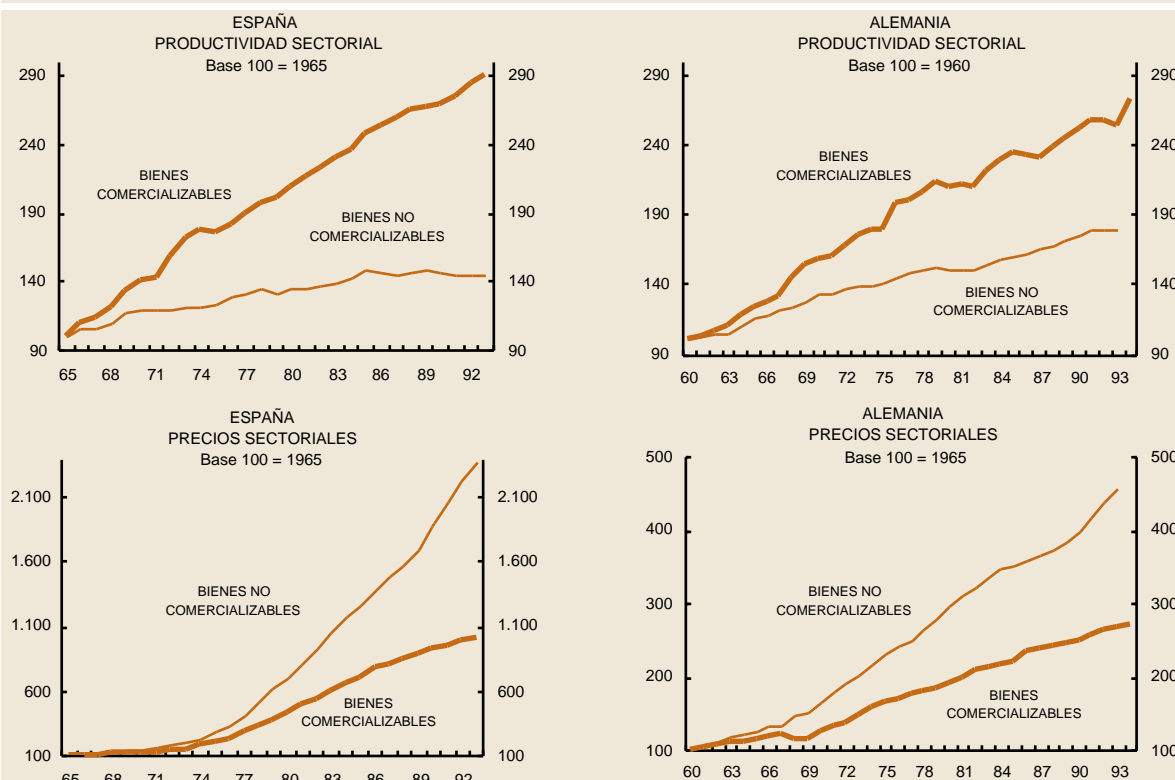
(3) Es importante subrayar que, como se desarrolla a continuación, el mecanismo de causación en este caso es inverso y de signo contrario al de la teoría de los costes de la inflación: no es la inflación la que afecta al crecimiento, sino el mayor crecimiento el que, endógenamente, genera una mayor inflación. De cualquier modo, ambos tipos de argumentos son compatibles entre sí en la práctica. De hecho, aunque los trabajos empíricos sobre la relación entre crecimiento e inflación entre países muestran que la relación es débilmente negativa, cuando se considera la relación entre ambas variables en un contexto de tipos de cambio fijos, es decir, en un contexto similar al de una unión monetaria, no es posible encontrar una relación significativa entre inflación y crecimiento en el medio y largo plazo. Véase Andrés *et al.* (1996).

(4) El estudio de la Comisión Europea realiza estas proyecciones usando las rentas medidas en términos de paridad del poder adquisitivo. Sería más correcto realizar la comparación en términos de euros, ya que en el futuro la convergencia en rentas se hará en esta moneda. Si este fuera el caso, los diferenciales de inflación se ampliarían sensiblemente, puesto que las divergencias de rentas en el área son mayores si se miden en términos de euros.

(5) Estos datos se derivan de los cálculos de la paridad de poder adquisitivo realizados por la OCDE, según los cuales, la renta *per cápita* en Estados Unidos era 42 puntos superior a la media de la UE en 1997 y sus precios 5 puntos inferiores.

GRÁFICO 3

España y Alemania. Productividades y precios sectoriales



Fuentes: OCDE y Banco de España.

nes comercializables y por lo tanto *expuesto* a la competencia exterior, cuyo precio está determinado básicamente en los mercados internacionales (por ejemplo, las manufacturas), y un sector de bienes no comercializables (la mayoría de los servicios), *protegido* de la competencia exterior y cuyo precio se determina a nivel interno.

A partir de esta distinción, Balassa y Samuelson observaron que la productividad tiende a crecer más en el sector expuesto que en el sector protegido, debido a que el primero es generalmente más intensivo en capital y, por lo tanto, se beneficia más del progreso tecnológico. Esta característica, junto con la condición de que en el largo plazo el salario real en cada sector crece aproximadamente al ritmo de su productividad y la observación de que los salarios nominales tienden a crecer homogéneamente en toda la economía (debido a la movilidad del factor trabajo o a los mecanismos comunes de negociación salarial dentro de los distintos países), permite explicar la existencia de diferenciales de inflación sectoriales.

La mayor productividad del sector expuesto empuja al alza los salarios nominales de toda la economía, de tal modo que, para que los salarios reales reflejen adecuadamente los incrementos de productividad sectorial, los precios de los bienes no comercializables deberán crecer más que los precios de los bienes comercializables. Se genera de este modo una situación de *inflación dual*.

Puede comprenderse que, en principio, esta inflación dual no es problemática, puesto que se deriva del diferente ritmo con el que los sectores asimilan el progreso técnico, es decir, de factores de oferta que actúan en el largo plazo y no subyace a ella, por lo tanto, un desequilibrio macroeconómico.

Si se admite que los procesos de convergencia real están asentados en ganancias de productividad en el sector de bienes comercializables, la inflación en el sector protegido será mayor en los países con mayor crecimiento, lo que implica una inflación agregada también mayor, puesto que la inflación en el sector expuesto será similar al resto de la UEM debido a la competencia.

Los siguientes gráficos ilustran la relevancia empírica de la hipótesis del modelo, según la cual el mayor crecimiento de la productividad en el sector de bienes comercializables debe traducirse en un mayor crecimiento de los precios en el sector protegido en el largo plazo.

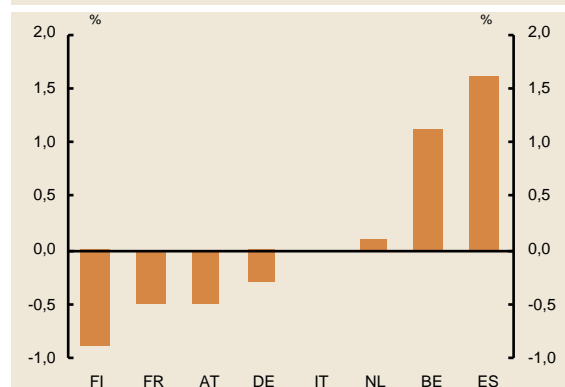
En el gráfico 3 se muestra la evolución de los precios y las productividades sectoriales para España y Alemania, donde se puede observar que, efectivamente, el mayor dinamismo de la productividad de los bienes comercializables corre parejo al mayor crecimiento de los precios de los bienes del sector protegido. El mismo resultado se repite para todos los países de la UEM. Con esta evidencia, y tras contrastar de un modo más riguroso la hipótesis de Balassa-Samuelson para ocho países europeos, ha sido posible realizar un ejercicio que permite simular los diferenciales de inflación en el área que resultarían de extrapolar las tendencias pasadas en productividad sectorial. Los resultados aparecen en el gráfico 4. Se puede observar que el rango de los diferenciales es similar a los que existen actualmente y que España aparece con un diferencial positivo estimado en torno al 1,5 %, lo que también es consecuente con los resultados del estudio de la Comisión mencionado anteriormente (6).

El modelo de Balassa-Samuelson también está sujeto a ciertas críticas. Aunque el gráfico 3 muestra que la relación esperada entre productividades y precios sectoriales se cumple, se ha argumentado en ocasiones que otra regularidad empírica derivada del modelo, el crecimiento de la proporción de comercializables en la producción, está muy lejos de verificarse. En efecto, el crecimiento económico ha venido asociado en las últimas décadas a la terciarización de la actividad económica, que ha supuesto una importante reducción en la importancia relativa del sector de bienes comercializables. Sin embargo, este dato no refuta la hipótesis de Balassa-Samuelson. El incremento relativo del sector servicios es un reflejo de la evolución de las preferencias de los consumidores conforme aumenta su nivel de renta. Por un lado, la demanda de servicios relacionados con el ocio, como el turismo y la restauración, tiende a incrementarse; por otro, las demandas sociales en términos de educación y salud (todos ellos servicios) suelen ser más elevadas. Por el contrario, el modelo Balassa-Samuelson solamente

(6) Para más detalles, véase Alberola y Tyrväinen (1998). Debe señalarse que estos resultados indican, conforme al espíritu del modelo, tendencias de largo plazo en la inflación y que son solo orientativos, puesto que las tendencias pasadas pueden no ser un indicador de las tendencias futuras y la propia UEM puede generar cambios en la evolución de las productividades sectoriales.

GRÁFICO 4

Diferencias simuladas de inflación en la UEM (respecto a la media del área)



Fuente: Alberola y Tyrväinen (1998).

contempla la evolución de la oferta de la economía, mientras que el fenómeno de la terciarización afecta, en primera instancia, a la demanda sectorial. La consideración conjunta de ambos tipos de factores permitiría conciliar el mayor crecimiento de los precios relativos de los bienes no comercializables, con su importancia creciente en la producción agregada.

En todo caso, este tipo de consideraciones de demanda apunta en la dirección correcta, al sugerir que la evolución de los precios relativos puede no solo depender de la evolución de la productividad sectorial, sino que también puede estar ligada a otros factores que, tal como se señalará más adelante, pueden condicionar la interpretación de los diferenciales de inflación.

3.3. Integración económica y convergencia en precios

El último argumento se basa en la profundización del proceso de integración económica asociado a la UEM. Si bien los precios de los bienes comercializables están en general fijados por la competencia internacional, esto no implica que su nivel no pueda variar entre países. Los diferentes gravámenes externos o internos y otras barreras comerciales, legales o culturales, pueden hacer diferir los precios de bienes muy similares. Por otra parte, la denominación de los precios en diferentes monedas, según su lugar de venta, puede dificultar su comparabilidad internacional, sobre todo si va asociada a una elevada variabilidad de los tipos de cambio.

En la UEM, la moneda única potenciará los mecanismos de arbitraje, desactivando, al me-

nos parcialmente, los factores que dificultan la igualación de los niveles de precios. De este modo, los precios de los bienes comercializables tenderán a converger hacia los niveles más bajos (7).

Así, de forma algo paradójica, la convergencia en precios puede tener un efecto perverso en términos de inflación para los países cuyos niveles de precios iniciales son más bajos. Por ejemplo, si los precios de los automóviles alemanes convergen hacia los precios de los españoles, más bajos, este componente de la inflación alemana será negativo, propiciando un diferencial de inflación positivo entre España y Alemania. Por lo tanto, la mayor integración económica derivada de la Unión Monetaria puede inducir unas tasas de inflación superiores en los países con niveles de precios más reducidos.

3.4. Diferenciales de inflación y competitividad

En general, un incremento de los precios relativos respecto al exterior suele ser identificado, no siempre de un modo acertado, con una pérdida de competitividad en la economía. Sin la posibilidad de ajustar el tipo de cambio, el empeoramiento de los precios relativos se manifiesta a través de los diferenciales de inflación. Sin embargo, la inflación diferencial no llevará aparejada problemas de competitividad si es la consecuencia de cualquiera de los efectos descritos en los epígrafes anteriores.

Por un lado, tanto los argumentos relativos a la igualación de los niveles de precios como el modelo Balassa-Samuelson permiten justificar los diferenciales de inflación basándose en ganancias de productividad, sin que los precios relativos de los bienes del sector expuesto frente al exterior tengan que incrementarse.

Por otro lado, en el caso de la mayor transparencia de precios derivada de la UEM, lo que se produce es una ganancia inicial de competitividad, que posteriormente desaparece al incrementarse los precios de los productos. Volviendo al ejemplo anterior, la comparación de los precios de los coches en euros, junto con la reducción de los obstáculos para su comercio entre países, derivada de los avances en el mercado único, supondría una mayor demanda de vehículos españoles. Esta mayor demanda

es equivalente a una ganancia de competitividad, asociada en este caso no a los precios relativos (que, en principio, no cambian), sino a la caída de las barreras comerciales que obstaculizaban la competencia vía precios. Al converger los precios, estas ganancias de competitividad se agotan, retornándose a la posición competitiva previa.

En definitiva, la existencia de ciertos diferenciales de inflación en la Unión Monetaria no debe ser necesariamente contemplada como una señal de desequilibrio o pérdida de competitividad, ya que puede ser compatible con la estabilidad macroeconómica y con la ausencia de desequilibrios importantes. Por otro lado, la evidencia empírica muestra que los diferenciales de inflación observados, en torno a un punto porcentual, se corresponden aproximadamente con lo que cabría esperar, de acuerdo con los argumentos considerados.

No obstante, de esta conclusión solo se puede colegir que bajo ciertas circunstancias los diferenciales de inflación en una unión monetaria no son preocupantes. A continuación se describen la situaciones en las que sí pueden serlo.

4. LA HIPÓTESIS DEL DESEQUILIBRIO

No cabe duda de que la existencia de una política monetaria común y la consideración de los factores mencionados suponen un cambio en la concepción del proceso inflacionista dentro de una unión monetaria. Esta nueva concepción no implica, sin embargo, la desaparición de otros factores, de demanda o estructurales, que han servido tradicionalmente para explicar los mecanismos inflacionarios de una economía. La consideración de estos factores permite matizar o modificar el juicio sobre los diferenciales de la inflación, pudiendo llegar a generar una visión menos benigna sobre los mismos. Por lo tanto, resulta pertinente desarrollar estos argumentos con más detalle.

4.1. Desequilibrios macroeconómicos

La existencia de desequilibrios macroeconómicos, en particular, de una presión excesiva de demanda, es el primer elemento a considerar. Un incremento de la demanda doméstica derivado de unas mejores perspectivas económicas o de una mejor situación del empleo tiende a generar, si la oferta agregada es relativamente rígida en el corto plazo, como se suele admitir, presiones al alza sobre los precios internos, por un lado, y un incremento de la demanda de productos importados, por el otro, con el consiguiente deterioro de la posición exterior. El incremento de la inflación, en este

(7) Es probable que la convergencia en precios no sea completa, puesto que la calidad y características de los productos pueden ser diferentes, debido a las distintas tecnologías utilizadas y a las diferentes preferencias de los consumidores nacionales.

caso, no es el resultado de una mejora de la productividad, por lo que el empeoramiento de los precios relativos frente al exterior supone una pérdida de competitividad en la economía y, por lo tanto, contribuye en sí mismo a la acumulación de desequilibrios exteriores.

A pesar de que la presión de demanda se debe, en primera instancia, a la posición cíclica de la economía, la caída de la competitividad que genera puede tener efectos a largo plazo sobre la actividad económica (histéresis), que serán más importantes cuanto mayor y más prolongado sea el desajuste de precios relativos. La acumulación de pérdidas de competitividad durante un período dilatado dificulta el mantenimiento de las exportaciones, al tiempo que facilita la entrada y posterior permanencia de las importaciones. En el medio plazo, si las pérdidas de competitividad no se corrigen, se puede llegar a la pérdida definitiva de mercados exteriores e interiores para ciertos productos, dañando las perspectivas futuras de crecimiento de la economía.

Es importante subrayar que la Unión Monetaria modifica sustancialmente los mecanismos tradicionales de ajuste en la economía. Por un lado, la irrevocabilidad del tipo de cambio supone que la corrección de las pérdidas de competitividad acumuladas solo es posible mediante la acomodación de los precios relativos domésticos; si persisten las rigideces que obstaculizan este ajuste, es previsible que la corrección de los precios solo se verificará tras costosos ajustes en términos de empleo y actividad. Por otro lado, también puede argumentarse que la UEM permite financiar los desequilibrios exteriores con mayor facilidad y por períodos más prolongados, puesto que dichos desequilibrios no afectan a los diferenciales de tipos de interés a través de una prima de riesgo cambiario, ya que esta es, por definición, nula. Por lo tanto, algunos de los mecanismos tradicionales de estabilización dejan de actuar en la UEM, haciendo más complicado el aterrizaje suave de la economía.

De todo ello se puede conjeturar que, dentro de la UEM, las pérdidas de competitividad, al no activar los mecanismos de ajuste tradicionales, pueden ser más pronunciadas, empeorando los efectos de histéresis y dando lugar a que el ajuste pueda ser más drástico y costoso en términos reales.

4.2. Rigideces de los mercados

Los efectos de las presiones de demanda sobre los precios y la actividad dependen, entre otros factores, del grado de rigidez de los mercados de factores y productos. Así, las presio-

nes de demanda tenderán a trasladarse más a precios y salarios cuanto más rígidos sean los mercados de bienes y trabajo.

Se recordará que la piedra angular del modelo Balassa-Samuelson es la existencia de una relación inversa entre los crecimientos sectoriales de productividad y de precios. Sin embargo, esta relación puede no venir determinada por un saludable proceso de convergencia real en productividad, sino responder a problemas de competencia y rigideces en los mercados.

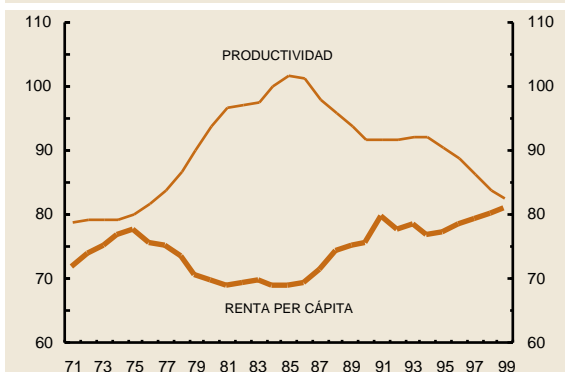
Sirva un ejemplo para comprender mejor este problema de identificación. Con un tipo de cambio irrevocable y en una situación de exceso de demanda, si las rigideces en el mercado de trabajo o los mecanismos de negociación salarial generan excesivas presiones salariales, las empresas tratarán de reaccionar trasladando las presiones salariales a precios. Esto puede suceder con cierta facilidad en el sector protegido, pero en el expuesto a la competencia esta traslación conllevaría pérdidas de competitividad, una vez se agote el margen para la reducción de márgenes empresariales en dicho sector. El previsible resultado final de este proceso es, por un lado, una *mayor inflación en el sector protegido*; por otro, en el sector expuesto, cuando el ajuste a través de los márgenes se agote, será necesario un ajuste de producción y plantilla que se reflejará en un *incremento de la productividad* aparente del trabajo en el sector expuesto.

Obsérvese que este ejemplo genera exactamente los mismos resultados que el modelo de Balassa-Samuelson: inflación dual acompañada de diferenciales de productividad entre sectores, pero su interpretación es completamente *opuesta* y, sin duda, mucho más familiar, puesto que en este caso es producto de la falta de competencia en los mercados de bienes y de flexibilidad en el mercado de trabajo.

El gráfico 5 ilustra este tipo de situación en el caso de la economía española. Durante la crisis económica de finales de los años setenta y principios de los ochenta, la renta relativa de España se redujo sustancialmente, mientras que la productividad relativa convergió hacia la media europea (8). Lo que subyace a este resultado, aparentemente paradójico, es el proceso de destrucción de empleo que tuvo lugar en la economía española durante esos años. Por el contrario, el proceso de convergencia real

(8) Es difícilmente admisible que la productividad española fuera en los años 1985 y 1986 superior a la europea. En realidad, la utilización de la productividad aparente del trabajo da una idea bastante imprecisa de los niveles reales de productividad de las economías.

GRÁFICO 5

**Convergencia España-UEM.
UEM=100**

Fuente: Eurostat.

posterior ha venido acompañado por una caída de la productividad relativa del trabajo. Las rigideces e imperfecciones en los mercados contribuyen a explicar la evolución de la productividad aparente del trabajo y, por lo tanto, a que los diferenciales de inflación asociados al proceso de convergencia en productividad sean, en buena medida, el reflejo de los problemas estructurales de la economía.

En definitiva, al ser las dos teorías consideradas observacionalmente equivalentes, se corre el riesgo de interpretar los diferenciales positivos de inflación de un modo benigno, cuando en realidad lo que subyace a tales diferenciales es un problema estructural de la economía. Por otra parte, aunque cabe esperar que, en el largo plazo, la convergencia en renta vaya acompañada de convergencia en productividad, en el caso de España, la convergencia real solo podrá alcanzarse si lleva aparejada un incremento considerable del empleo, que no solo reduzca las diferencias en las tasas relativas de desempleo, sino que también tienda a igualar las tasas de actividad, que son sustancialmente menores que en el resto de Europa. Por lo tanto, el ritmo de convergencia en la productividad tenderá a ser más reducido que el de la renta per cápita, lo cual contribuiría a moderar los diferenciales de inflación asociados, según el modelo Balassa-Samuelson, a dicho proceso.

5. INTERPRETACIÓN DE LOS DIFERENCIALES DE INFLACIÓN OBSERVADOS

Tras describir estas visiones contrapuestas sobre los procesos de inflación en una unión monetaria, resulta pertinente evaluar de un modo tentativo la naturaleza de los diferencia-

les de inflación que se observan actualmente en la UEM y, en particular, en España.

La observación del gráfico 1 nos muestra que la mayor inflación se registra en la actualidad en los países con un crecimiento más alto (9), aunque este resultado no permite una identificación nítida de qué tipo de factores están operando predominantemente. Así, apoyándose en la hipótesis de Balassa-Samuelson, avalada por el gráfico 3, podría señalarse que los diferenciales de inflación reflejan un proceso de convergencia real del que se están beneficiando países como España. Por el contrario, una perspectiva menos benigna da pie a argumentar que es un exceso de demanda transitorio el que está generando presiones inflacionistas en las economías más dinámicas y que, en algún caso, podrían estar amplificadas por la persistencia de rigideces en los mercados de factores y productos.

En la práctica, es extremadamente difícil identificar en un momento del tiempo qué papel juega cada factor explicativo. Por un lado, los posibles determinantes de largo plazo están distorsionados por la posición cíclica de la economía; por otro, como se ha visto, los propios argumentos teóricos están sujetos a importantes matizaciones. No obstante, y a efectos meramente ilustrativos, se puede intentar evaluar la existencia de elementos de uno y otro tipo en la coyuntura actual, partiendo de la relación entre crecimiento e inflación para el año 1999, que aparecía en el gráfico 1, y atendiendo a la situación las economías europeas en este momento.

En concreto, pueden distinguirse dos elementos en el crecimiento de cada país: un componente estructural, asociado a la tasa de crecimiento potencial de la economía, y un componente cíclico, que puede aproximarse por la brecha de producción (es decir, la diferencia entre el nivel de producción observado y el nivel potencial) (10). El componente estructural da una idea del crecimiento tendencial y, por lo tanto, explicaría, en una primera aproximación, la inflación asociada a los procesos de

(9) De hecho, un análisis de regresión nos revela que, con los datos del gráfico, existe una relación positiva estadísticamente significativa entre inflación y tasa de crecimiento.

(10) El nivel potencial de producción se define como aquel en el que los recursos efectivos de la economía están plena y eficientemente utilizados. La evolución del producto potencial, y por lo tanto su tasa de crecimiento, está determinada por la evolución del capital productivo, la oferta efectiva de trabajo y el progreso técnico acumulado en ambos recursos. Cuando el producto observado y el potencial se igualan, la oferta iguala a la demanda y, en consecuencia, no existen presiones inflacionistas en la economía.

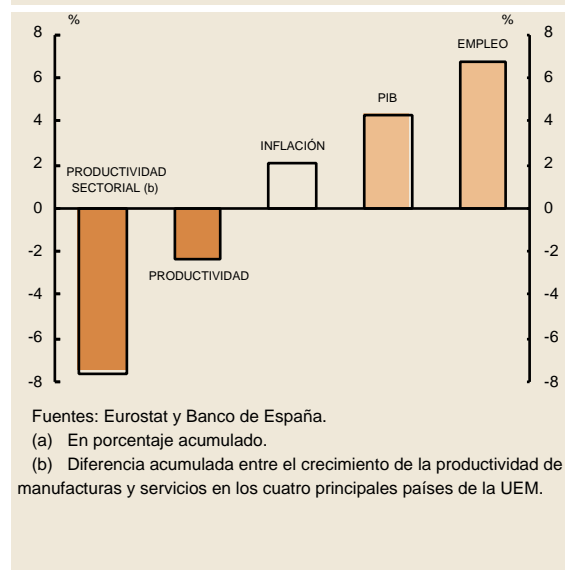
convergencia de largo plazo. Por el contrario, la brecha de producción está relacionada con la posición cíclica de la economía y es, por tanto, indicativa de las presiones inflacionistas asociadas a un exceso de demanda en la economía. Es de esperar que en el largo plazo los diferenciales de inflación estén determinados por el componente estructural, mientras que en el corto plazo sea el componente de demanda el predominante.

En la coyuntura actual, todos los países que presentan una mayor inflación, como Irlanda, España, Luxemburgo o Finlandia, tienen una brecha de producción positiva, lo que sugiere la posible existencia de presiones de demanda en dichos países. No obstante, son también estos países los que disfrutaban de una tasa de crecimiento potencial más elevada, lo cual avalaría la hipótesis de productividad implícita en el modelo de Balassa-Samuelson. Por lo tanto, se puede argumentar, si bien con muchas precauciones, dadas las características de los datos, que los diferenciales de inflación durante el primer año de la UEM pueden ser interpretados tanto sobre la base de la hipótesis de convergencia como de la hipótesis de desequilibrio.

Un análisis más profundo de cuál es el tipo de elemento predominante puede obtenerse evaluando el grado de cumplimiento de los supuestos del modelo Balassa-Samuelson. En particular, el modelo requiere que la convergencia en rentas vaya acompañada de una convergencia en productividad, y que esta genere, a su vez, una brecha mayor entre el crecimiento de la productividad entre el sector expuesto frente al sector protegido de la competencia exterior.

En el gráfico 6 se recogen los resultados de este tipo de análisis, comparando la evolución relativa de las variables relevantes de España con respecto al conjunto de la UEM entre los años 1997 y 1999, en los que el tipo de cambio se ha mantenido prácticamente fijo. En una primera aproximación, los diferenciales de inflación acumulados (2 % en los tres años) podrían justificarse por el mayor ritmo de crecimiento experimentado por nuestro país en los últimos años (superior en algo más del 4 % al agregado del área). No obstante, esta convergencia en renta no ha tenido su contrapartida en una convergencia en productividad aparente del trabajo, puesto que la evolución de esta ha sido menos dinámica en nuestro país que en el conjunto del área, ni tampoco en la evolución relativa de la productividad sectorial. El factor que explica esta divergencia entre la evolución de la renta y la de la productividad relativas es la elevada tasa de creación de empleo registrada en España durante los últimos años, que,

GRÁFICO 6
Evolución relativa de la inflación y la productividad.
España-UEM. 1997-1999 (a)



comparada con la del agregado de la UEM, resulta de un crecimiento relativo acumulado del empleo cercano al 7 % (11). El dinamismo del empleo tiene componentes cíclicos, aunque las recientes reformas del mercado de trabajo también pueden contribuir a explicar el intenso proceso de creación de empleo. Por otro lado, los déficit comerciales crecientes, la rápida expansión del crédito y las evidentes presiones inflacionistas en ciertos sectores protegidos (vivienda, hostelería...) indican que las tensiones de demanda están presentes en la actual fase alcista del ciclo.

En definitiva, se puede argumentar que los diferenciales de inflación que se están produciendo en la actualidad en nuestro país podrían estar reflejando, por un lado, el proceso de convergencia real que la economía española está disfrutando, y, por otro, las presiones de demanda asociadas a la expansión económica, que no pueden ser completamente absorbidas por la oferta sin que se tensionen los precios, debido a la persistencia de ciertas rigideces estructurales en los mercados.

Si bien es imposible identificar de modo siquiera aproximado la proporción de cada factor en los diferenciales, es evidente que diferenciales de inflación en torno a un punto porcentual no deben ser interpretados con excesiva com-

(11) El dinamismo del empleo en España ha sido particularmente destacable en las manufacturas, sector que en Europa ha sufrido descensos de la ocupación. Este factor explica la importante brecha de productividad sectorial que aparece en el gráfico 6.

placencia, puesto que en cierta medida tienen su origen en presiones de demanda y pueden estar contribuyendo a la acumulación de pérdidas de competitividad, que son susceptibles de generar efectos reales desfavorables en el medio plazo.

6. CONCLUSIONES

A pesar de que la inflación suele ser vista normalmente como un factor que afecta negativamente al bienestar, la teoría económica ofrece argumentos sólidos para pensar que, en una unión monetaria, diferenciales positivos de inflación no tienen por qué generar necesariamente efectos adversos e incluso pueden ser interpretados de un modo positivo, siempre que estén asociados a un proceso de crecimiento basado en ganancias en la productividad. No obstante, los diferenciales de inflación dentro de una unión monetaria también pueden, a menudo, reflejar factores negativos como las rigideces en el funcionamiento de los mercados que exacerban los efectos inflacionistas de las presiones de demanda. Puesto que los procesos de crecimiento tienden a generar presiones de demanda, es posible que ambos tipos de factores aparezcan simultáneamente, siendo muy complejo identificar en qué medida los diferenciales de inflación observados son preocupantes o benignos.

En el caso de que los diferenciales de inflación fueran excesivos, en el sentido de que no pueden ser exclusivamente explicados por el crecimiento de la productividad sino también por los factores negativos apenas mencionados, pueden generar efectos persistentes sobre la competitividad de la economía. Con la pérdida del tipo de cambio, se puede conjeturar que los efectos reales de las pérdidas de competitividad pueden ser relativamente mayores en la UEM, obstaculizando o incluso revertiendo el propio proceso de convergencia real.

En el caso de España, el mantenimiento de un proceso sostenido de convergencia real requerirá con toda probabilidad un incremento de la productividad relativa del factor trabajo, que podría generar, en el largo plazo, diferenciales positivos de inflación con el resto del área del euro.

No obstante, en el corto y medio plazo es factible, probable e incluso deseable que el crecimiento se apoye en un mayor uso del factor

infrautilizado, el trabajo. Si esto es así, el proceso de convergencia no tiene por qué generar ganancias sustanciales de productividad del factor trabajo, ni, por lo tanto, constituir en sí mismo una fuente de diferenciales de inflación en un futuro próximo. De este modo, la observación de diferenciales de inflación relativamente altos y persistentes en el corto plazo debe verse como un posible síntoma de excesivas presiones de demanda, que tendrán una mayor incidencia inflacionista cuanto mayores sean las rigideces que persistan en los mercados de factores y productos.

Desde un punto de vista normativo, estas reflexiones sugieren que las medidas más eficaces para reducir el sesgo inflacionista del proceso de crecimiento serían las destinadas, por un lado, a mejorar la utilización del factor trabajo y, por otro, a liberalizar y abrir a la competencia los sectores donde aún existen comportamientos poco competitivos. Las primeras permitirían que los incrementos de la productividad relativa fueran menores que los crecimientos relativos en renta per cápita, moderando los efectos inflacionistas de los crecimientos sectoriales de la productividad; las segundas tendrían en general un efecto de contención sobre los precios y evitarían que las presiones de demanda se trasladaran fácilmente a una mayor inflación. Por otra parte, aunque la política fiscal debe mantener fundamentalmente una orientación de medio plazo, resulta aconsejable utilizar todo su margen de maniobra para evitar un incremento de las presiones de demanda.

14.4.2000.

BIBLIOGRAFÍA

- COMISIÓN EUROPEA (1999). *EU Economy: 1999 Review*, Study 4, pp. 212-234.
- ALBEROLA, E. y TYRVÄINEN, T. (1998). *Is there scope for inflation differentials in EMU?*, Documento de Trabajo nº 9823, Banco de España.
- BALASSA, B. (1964). «The purchasing power parity doctrine: A reappraisal», *The Journal of Political Economy*, 72, pp. 584-596.
- SAMUELSON, P. A. (1964). «Theoretical notes on trade problems», *Review of Economics and Statistics*, 46, pp. 145-154.
- ANDRÉS, J., HERNÁNDEZ I., y KRUGER M. (1996). «¿Cómo incide el régimen cambiario en la medición de los costes de la inflación?», *Boletín Económico*, Banco de España, mayo, pp. 49-57.

La cuenta de resultados de las entidades de depósito en 1999

1. INTRODUCCIÓN

1.1. Magnitudes básicas

El resultado después de impuestos del conjunto de entidades de depósito ha alcanzado en 1999 los 7 mm de euros (1,16 billones de pesetas), con un crecimiento del 6,7 % (1), inferior al obtenido en los años anteriores (cuadros 1 y A.1.1) (2). El volumen de negocio de estas entidades, medido por sus activos totales medios (ATM), también ha crecido moderadamente, un 5,8 %. De esta manera, su rentabilidad sobre activos medios (ROA) se mantiene sin variaciones significativas (0,74 %)(cuadro 2). La rentabilidad sobre recursos propios (ROE) ha mejorado un año más, aunque su crecimiento es cada vez más suave, hasta situarse en 1999 en el 14,3 %.

El margen de intermediación ha aumentado ligeramente (1,4 %), manteniendo, en términos de ATM, la tendencia descendente que ha venido experimentando en los últimos años, hasta situarse por debajo del 2,2 %. En 1999, los otros productos de carácter ordinario han crecido a un ritmo inferior al de años anteriores porque las entidades no han conseguido aumentar sus ingresos por comisiones tanto como en el pasado (solo han crecido un 10 %, frente a un 20 % en 1998) y, además, han seguido recorriéndose de forma importante sus resultados por operaciones financieras (24 %) (3).

(1) Los resultados declarados por las entidades en sus estados individuales recogen, en su caso, los procedentes de los dividendos repartidos por los bancos incluidos en sus grupos. Esto supone una duplicación de resultados, que ya habían sido declarados por los bancos generadores de los mismos y que, además, tienen un componente aleatorio importante. Si se eliminasen de los resultados los dividendos percibidos de bancos españoles, los resultados habrían crecido un 8,7 % respecto a los del año anterior, también ajustados. Inferior al 13,6 % de crecimiento ajustado en 1998.

(2) Los datos contenidos en los cuadros, con la excepción de los correspondientes a las cuentas consolidadas, donde esto no es posible, reflejan la evolución reciente de las entidades existentes a diciembre de 1999, siendo la composición de las agrupaciones la correspondiente a dicha fecha. Por el contrario, los gráficos contenidos en este informe, con un amplio horizonte temporal, reflejan la evolución de las tres agrupaciones de entidades de depósito, bancos, cajas y cooperativas, teniendo en cuenta las entidades que integran cada agregado en cada año.

(3) Los resultados por operaciones financieras incluyen los resultados derivados de: a) la venta y valoración a precios de mercado de la cartera de negociación, tanto de renta fija como variable; b) la venta de valores de la cartera de inversión ordinaria de renta fija; c) las operaciones en moneda extranjera; d) la operativa en los mercados de derivados, y e) las ventas de otros activos. Estos resultados no incluyen, en su caso, las dotaciones netas al fondo de fluctuación de valores de la cartera correspondiente, que se recogen en partidas situadas por debajo del margen de explotación. Por su parte, *por debajo del margen de explotación* se recogen, además, los resultados que se considera

Cuenta de resultados. 1999												CUADRO 1	
	Entidades de depósito			Bancos			Cajas			Cooperativas			Millones de euros
	Importe	% s/ATM	% Δ	Importe	% s/ATM	% Δ	Importe	% s/ATM	% Δ	Importe	% s/ATM	% Δ	
Productos financieros	44.821	4,72	-11,6	27.360	4,68	-13,0	15.824	4,75	-9,3	1.637	5,04	-8,5	
Costes financieros	-23.975	-2,52	-20,4	-16.872	-2,88	-18,9	-6.605	-1,98	-23,5	-498	-1,53	-29,2	
Margen de intermediación	20.846	2,19	1,4	10.487	1,79	-1,6	9.219	2,77	4,5	1.139	3,51	4,9	
Otros productos ordinarios	7.496	0,79	4,0	4.805	0,82	4,0	2.455	0,74	3,3	236	0,73	12,3	
Comisiones	6.507	0,68	10,2	4.211	0,72	9,7	2.100	0,63	11,0	195	0,60	12,3	
Resultados por operaciones financieras	989	0,10	-24,0	594	0,10	-24,0	355	0,11	-26,7	41	0,13	12,2	
Margen ordinario	28.343	2,98	2,1	15.293	2,61	0,1	11.675	3,51	4,3	1.375	4,24	6,1	
Gastos de explotación	-18.584	-1,96	3,2	-10.254	-1,75	2,0	-7.497	-2,25	4,7	-832	-2,56	5,4	
Margen de explotación	9.759	1,03	0,0	5.038	0,86	-3,4	4.178	1,25	3,6	543	1,67	7,1	
Venta de valores e inmuebles	1.720	0,18	-21,6	772	0,13	-40,4	925	0,28	6,7	23	0,07	-25,0	
Saneamientos de créditos	-1.253	-0,13	-11,4	-723	-0,12	-4,3	-517	-0,16	-12,8	-13	-0,04	-80,1	
Saneamientos de valores y otros	-1.028	-0,11	-52,6	-487	-0,08	-64,0	-472	-0,14	-40,5	-68	-0,21	183,5	
Resultados de ejercicios anteriores	332	0,03	1,5	188	0,03	16,6	132	0,04	-16,3	12	0,04	43,9	
Otros resultados	-634	-0,07	16,4	-223	-0,04	-42,9	-374	-0,11	185,9	-37	-0,11	58,0	
Resultado antes de impuestos	8.896	0,94	9,1	4.565	0,78	9,3	3.871	1,16	9,3	460	1,42	6,3	
Impuesto sobre beneficios	-1.908	-0,20	19,3	-968	-0,17	31,6	-866	-0,26	9,4	-74	-0,23	3,6	
Resultado después de impuestos	6.987	0,74	6,7	3.597	0,62	4,5	3.005	0,90	9,3	386	1,19	6,8	
PRO MEMORIA:													
Activos totales medios (ATM)	950.292	-	5,8	584.823	-	2,8	332.996	-	11,2	32.473	-	10,6	
Fuente: Banco de España.													

CUADRO 2

Rentabilidad de los recursos propios medios. Principales componentes

	1996	1997	1998	1999
ENTIDADES DE DEPÓSITO				
1. Resultado después de impuestos sobre ATM (%)	0,66	0,71	0,73	0,74
2. Rentabilidad recursos propios (%) (a)	12,56	13,54	14,01	14,31
3. ATM sobre recursos propios (2/1) (unid.)	19,07	18,93	19,21	19,46
BANCOS				
1. Resultado después de impuestos sobre ATM (%)	0,57	0,60	0,60	0,62
2. Rentabilidad recursos propios (%) (a)	11,33	12,25	12,80	13,38
3. ATM sobre recursos propios (2/1) (unid.)	19,71	20,35	21,16	21,75
CAJAS				
1. Resultado después de impuestos sobre ATM (%)	0,77	0,88	0,92	0,90
2. Rentabilidad recursos propios (%) (a)	14,30	15,39	15,77	15,66
3. ATM sobre recursos propios (2/1) (unid.)	18,68	17,49	17,18	17,36
COOPERATIVAS				
1. Resultado después de impuestos sobre ATM (%)	1,22	1,25	1,23	1,19
2. Rentabilidad recursos propios (%) (a)	16,24	15,54	14,88	13,93
3. ATM sobre recursos propios (2/1) (unid.)	13,32	12,44	12,10	11,74

Fuente: Banco de España.

(a) Capital (neto de acciones en cartera y accionistas), reservas (netas de resultados negativos de ejercicios anteriores) y fondo para riesgos generales.

Por su parte, las entidades han conseguido que sus gastos de explotación, tanto los generales como los de personal, crezcan a un ritmo más moderado que en el ejercicio anterior. En 1999 su aumento ha sido solo ligeramente superior al 3 %, situando su peso en términos de ATM por primera vez por debajo del 2 %.

Estos datos han provocado un estancamiento del margen de explotación en términos absolutos, con un recorte de 6 pb en términos de ATM, lo que le ha llevado a situarse ya muy cerca del umbral del 1 %.

La evolución positiva que, un año más, ha tenido el bloque final de resultados por debajo del margen de explotación ha permitido que los resultados finales hayan mejorado al ritmo indicado anteriormente. Estas partidas han detruido 863 millones de euros, casi la mitad que el año anterior. Las entidades han recortado fuertemente las dotaciones necesarias a los fondos

que tienen un carácter extraordinario al no estar relacionados directamente con la operativa normal de las entidades; entre ellos, los derivados de la venta de valores de las siguientes carteras: a) de inversión ordinaria de renta variable; b) de participaciones permanentes, y c) de la cartera de inversión a vencimiento, junto con los saneamientos respectivos, en su caso.

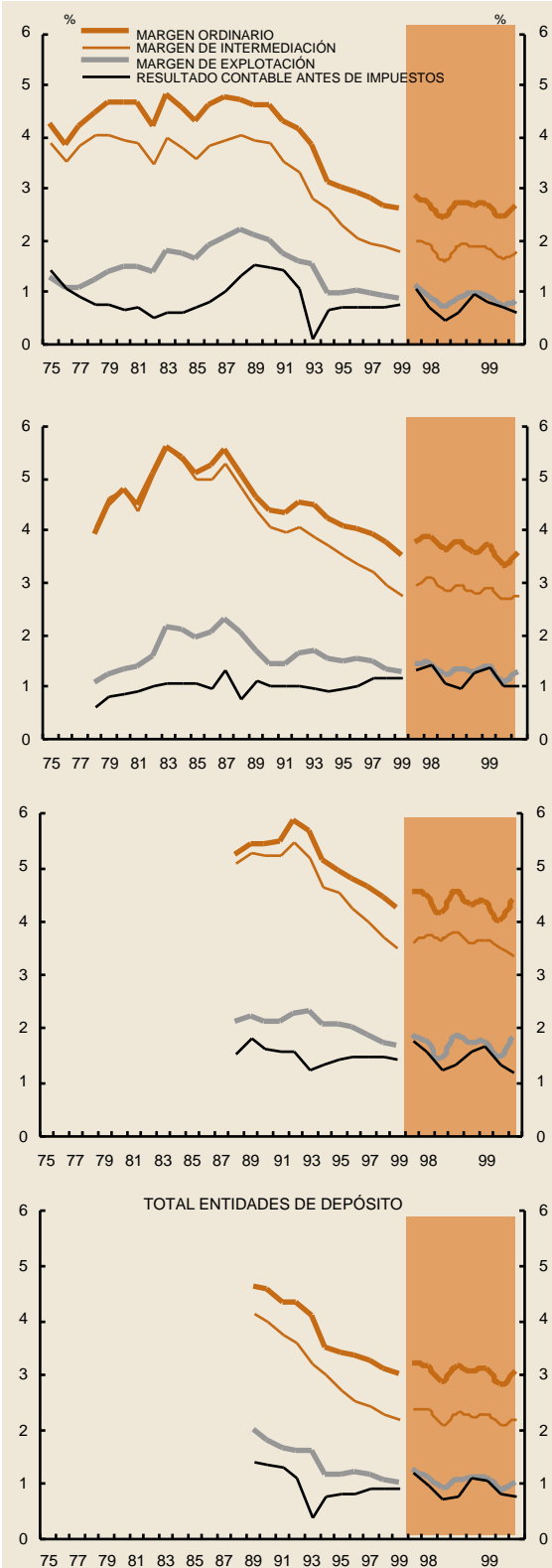
de fluctuación de valores de renta variable, que fueron muy elevadas en 1998, por las crisis de los mercados de valores de ese año, y las dotaciones a los otros fondos específicos, que se han reducido a la cuarta parte. Además, han seguido reduciéndose las dotaciones netas al saneamiento de créditos. En sentido negativo, han disminuido los resultados obtenidos por la venta de valores, en especial de las participaciones permanentes.

Por último, el impuesto sobre beneficios ha tenido un crecimiento muy importante, cercano al 20 %.

La evolución de los resultados agregados de los grupos consolidados de entidades de depósito en 1999 ha sido más favorable que la correspondiente al agregado de entidades individuales en todos sus márgenes. El resultado después de impuestos ha crecido casi un 15 %, hasta alcanzar un importe cercano a los 9,5 mm de euros, que representa el 0,92 % de sus ATM, los cuales han crecido el 7 % (cuadro 11). El mejor comportamiento de los datos consolidados, en comparación con los datos individuales, viene explicado por una evolución más favorable del margen de intermediación consolidado, que ha experimentado un crecimiento del

GRÁFICO 1

Principales márgenes de la cuenta de resultados Porcentaje sobre balance medio (ATM)



Fuente: Banco de España.

5,6 %, y del resto de productos ordinarios, que aumentan un 9 %, lo que es atribuible a la persistencia de elevados tipos de interés en los mercados en los que operan las filiales bancarias extranjeras y al hecho de que hayan cerrado su primer ejercicio completo filiales adquiridas el año anterior y otras hayan pasado a ser objeto de integración global y no solo proporcional (cuadro 12). Estas filiales cuentan, en general, con un gran volumen de actividad y una estructura de márgenes sensiblemente diferente de la que presenta la matriz española.

La mayor parte de este informe se dedica a analizar los resultados del conjunto de entidades, teniendo en cuenta los estados contables individuales que han declarado. En las secciones 1 a 6 se estudian los distintos componentes de la cascada de resultados del agregado «entidades de depósito», destacando, en su caso, las diferencias que en cada uno de ellos puedan haberse producido entre los diferentes grupos de entidades que conforman dicho agregado (bancos, cajas y cooperativas). En las secciones 7, 8 y 9, referidas, respectivamente, a bancos, cajas y cooperativas, se estudian, en primer lugar, los resultados individuales de cada grupo de entidades; en segundo lugar, se describe la evolución de los grupos consolidados y de sus resultados, que incluyen los generados por las filiales y otras entidades financieras e instrumentales pertenecientes a cada grupo (consolidación plena o proporcional), y empresas no financieras (puestas en equivalencia), dentro y fuera de España, por lo que es mayor la influencia de factores diferentes a los que condicionan el negocio bancario español. No obstante, los estados individuales incluyen también la actividad y los resultados de las sucursales y la prestación directa de servicios fuera de España. En tercer lugar, se analizan los aspectos más destacados de los resultados de ciertos subconjuntos de entidades, que puedan mostrar tendencias diferenciales con el grupo del que forman parte.

1.2. Entorno económico y financiero

Las entidades de depósito han desarrollado su actividad durante el ejercicio 1999 en un entorno económico y financiero favorable, marcado por un importante y sostenido crecimiento de la economía española y por una situación internacional menos incierta que la vivida en 1998. No obstante, se han producido algunos hechos relevantes, entre los que cabe destacar el incremento de los precios de las materias primas en general y del petróleo en particular, una cierta ralentización del crecimiento mundial, parece que superada al final del año, y un cambio de tendencia en la evolución de los tipos de in-

terés en paralelo al surgimiento de tensiones inflacionistas en nuestro entorno europeo y a la fuerte depreciación del euro respecto del dólar USA.

La economía española se ha mantenido en la fase alta del ciclo económico, con un crecimiento del PIB del 3,7 %, similar al conseguido en 1998, lo que ha permitido una creación de empleo notable por tercer año consecutivo. La tasa de inflación ha frenado su tendencia bajista y ha experimentado un repunte hasta el 2,9 %, con una ampliación del diferencial con los países de la UE. El déficit público ha continuado recortándose y, con él, las necesidades de financiación del sector público. Los bajos tipos de interés, la favorable evolución del empleo y de las prestaciones sociales, con el aumento de la confianza de los agentes económicos en el comportamiento de la economía española, además de la reforma del impuesto sobre la renta de las personas físicas, han repercutido en una expansión del crédito bancario al sector privado residente, tanto a personas físicas como a empresas, que crecen un 23 % y un 16 %, respectivamente, registrándose una ralentización del crecimiento del crédito solo a partir del segundo semestre del ejercicio.

Durante 1999 se ha detenido el proceso iniciado en 1995 de descenso constante de los tipos de interés. El cambio de tendencia afectó, en un primer momento, a los plazos medios y largos, cuyas rentabilidades comenzaron a subir a partir de febrero. Por su parte, las rentabilidades en los mercados a corto plazo tuvieron una trayectoria descendente en los primeros meses del año, junto con los tipos de interés en los mercados interbancarios, impulsadas por las expectativas de suavización de la política monetaria en el área euro, que se confirmaron con un recorte de los tipos de intervención de 50 pb en abril, en un contexto de ralentización de la actividad y de riesgo de deflación en el área euro. Sin embargo, a partir de mediados de 1999, se intensificaron en el área euro las subidas de rentabilidades a medio y largo plazo, en un contexto en que algunos indicadores económicos mostraban signos de recuperación económica. A principio de noviembre tuvo lugar un aumento de 50 pb del tipo de las operaciones principales de las subastas del Eurosistema. De esta manera, el tipo de intervención se situó a principios y a finales de 1999 en el 3 % y en el 2,5 %, entre abril y noviembre. Conviene recordar que el Banco de España recortó su tipo de intervención en 1,75 pp en 1998, en 1,5 pp en 1997 y en 2,75 pp en 1996.

Con relación a los tipos bancarios aplicados por las entidades a sus operaciones nuevas, estos han seguido una evolución similar a la de

los tipos de los mercados monetarios, con un descenso general de los tipos activos y pasivos en la primera mitad del año y un claro repunte de los mismos en la segunda mitad, fenómeno más acusado en bancos (cuadro 3).

En cuanto a la evolución de los mercados financieros españoles, destaca el auge de los mercados de renta fija privada, ya que han visto más que duplicarse sus emisiones, tanto porque las emisiones del sector público pierden progresivamente peso a favor de las realizadas por las empresas privadas, por las menores necesidades de financiación del Estado, como por la nueva fiscalidad aplicable a este tipo de emisiones y por la inclusión de algunos títulos de renta fija emitidos por empresas privadas en las listas de colateral en las operaciones de política monetaria del Eurosistema, lo que ha impulsado la demanda de este tipo de valores por las entidades de crédito.

Las entidades de crédito han aumentado fuertemente el importe neto emitido de estos títulos, especialmente por las operaciones de titulización de activos, con una nueva norma (RD 926/1998, de 14 de mayo) que amplía su regulación e introduce mayor flexibilidad en estas operaciones de titulización, ampliando la gama de activos susceptibles de ser titulizados. En el mismo sentido, es destacable el fuerte aumento del mercado primario de pagarés de empresa, con un importante crecimiento de las compras realizadas por entidades de depósito a emisores privados.

En los mercados de renta variable, la oferta de títulos ha aumentado notablemente a través de las ampliaciones de capital y por la salida a bolsa de nuevas sociedades, todo ello facilitado por la escasa rentabilidad de los activos alternativos. Estos mercados, que habían experimentado elevadas revalorizaciones desde 1995, tuvieron hasta finales de octubre una evolución lineal, con un fuerte crecimiento en los dos meses finales de año, muy concentrado en el sector de telecomunicaciones, que se ha traducido en una revalorización global en el año ligeramente superior al 11 %, mucho menor que la obtenida en los años anteriores. Los volúmenes negociados en los mercados secundarios han experimentado un crecimiento del 10 %, lo que es un dato positivo al consolidar el fuerte crecimiento que se produjo en 1998, superior al 60 %. La capitalización bursátil en el mercado continuo ha estado creciendo a un ritmo muy elevado, pasando de 208 mm de euros en 1997, a 287 mm en 1998 y a 372 mm en 1999.

Finalmente, los mercados de opciones y futuros han sufrido un nuevo descenso en sus volúmenes de contratación, especialmente

CUADRO 3

Tipos aplicados a las nuevas operaciones en euros al sector privado residente en España (a)

	Bancos					Cajas				
	DIC 98	JUN 99	DIC 99	Variaciones		DIC 98	JUN 99	DIC 99	Variaciones	
				JUN 99/ DIC 98	DIC 99/ DIC 98				JUN 99/ DIC 98	DIC 99/ DIC 98
OPERACIONES ACTIVAS:										
Tipo medio global	5,05	4,31	5,18	-0,74	0,13	5,81	5,30	5,50	-0,51	-0,31
Descuento comercial										
Hasta 3 meses	5,74	4,99	5,71	-0,75	-0,03	6,12	5,19	5,63	-0,93	-0,49
A 3 meses y hasta 1 año	6,26	5,53	6,00	-0,73	-0,26	5,94	5,32	5,55	-0,62	-0,39
A 1 año y hasta 3 años	8,06	8,64	7,43	0,58	-0,63	5,54	4,48	5,13	-1,06	-0,41
A 3 años o más	6,74	6,23	7,06	-0,51	0,32	5,18	4,19	5,10	-0,99	-0,08
Cuentas de crédito										
Hasta 3 meses	4,19	3,08	4,13	-1,11	-0,06	6,16	5,04	5,11	-1,12	-1,05
A 3 meses y hasta 1 año	4,41	3,96	3,99	-0,45	-0,42	5,44	5,37	5,52	-0,07	0,08
A 1 año y hasta 3 años	4,78	4,06	4,54	-0,72	-0,24	5,74	5,23	5,51	-0,51	-0,23
A 3 años o más	4,40	3,85	4,10	-0,55	-0,30	4,93	5,04	5,14	0,11	0,21
Préstamos personales										
Hasta 3 meses	3,9	3,09	4,20	-0,81	0,30	4,39	3,71	3,64	-0,68	-0,75
A 3 meses y hasta 1 año	4,94	4,00	4,70	-0,94	-0,24	6,65	6,26	5,51	-0,39	-1,14
A 1 año y hasta 3 años	6,41	5,62	6,60	-0,79	0,19	7,67	7,82	7,51	0,15	-0,16
A 3 años o más	5,78	5,37	6,40	-0,41	0,62	7,17	6,90	7,06	-0,27	-0,11
Préstamos hipotecarios										
Hasta 3 meses	5,63	5,12	5,74	-0,51	0,11	5,54	-	-	-	-
A 3 meses y hasta 1 año	5,66	3,64	6,02	-2,02	0,36	5,53	4,65	4,84	-0,88	-0,69
A 1 año y hasta 3 años	5,32	4,63	4,78	-0,69	-0,54	5,53	4,05	4,52	-1,48	-1,01
A 3 años o más	4,91	4,28	4,83	-0,63	-0,08	5,27	4,68	5,04	-0,59	-0,23
OPERACIONES PASIVAS:										
Tipo medio global	2,44	2,32	2,74	-0,12	0,30	2,31	2,05	2,33	-0,26	0,02
Cuentas corrientes	1,95	1,30	1,56	-0,65	-0,39	1,94	1,47	1,55	-0,47	-0,39
Cuentas de ahorro	0,59	0,49	0,38	-0,10	-0,21	1,03	0,71	0,70	-0,32	-0,33
Depósitos a plazo										
Hasta 3 meses	2,49	2,04	2,40	-0,45	-0,09	2,83	2,10	2,28	-0,73	-0,55
A 3 meses y hasta 6 meses	2,47	1,82	1,88	-0,65	-0,59	2,86	2,00	2,31	-0,86	-0,55
A 6 meses y hasta 1 año	2,14	1,58	2,34	-0,56	0,20	2,87	2,14	2,48	-0,73	-0,39
A 1 año y hasta 2 años	2,54	2,00	2,71	-0,54	0,17	2,86	2,06	2,53	-0,8	-0,33
A 2 años o más	5,13	2,59	3,32	-2,54	-1,81	2,98	2,75	3,38	-0,23	0,40
Pasivos emitidos a decuento										
Hasta 3 meses	2,82	2,54	3,14	-0,28	0,32	3,21	1,98	2,30	-1,23	-0,91
A 3 meses y hasta 6 meses	2,72	2,30	3,34	-0,42	0,62	3,11	2,13	2,72	-0,98	-0,39
A 6 meses y hasta 1 año	2,31	2,67	2,98	0,36	0,67	3,01	2,03	2,64	-0,98	-0,37
A 1 año y hasta 2 años	2,55	2,16	2,96	-0,39	0,41	3,09	2,15	2,83	-0,94	-0,26
A 2 años o más	4,67	3,32	4,46	-1,35	-0,21	-	-	4,27	-	-
Cesiones temporales										
Hasta 3 meses	2,57	2,49	2,98	-0,08	0,41	2,63	2,50	3,00	-0,13	0,37
A 3 meses y hasta 6 meses	3,27	2,58	3,06	-0,69	-0,21	2,89	2,58	3,24	-0,31	0,35
A 6 meses y hasta 1 año	2,99	2,55	3,28	-0,44	0,29	3,33	2,84	3,44	-0,49	0,11
A 1 año y hasta 2 años	2,95	2,78	3,66	-0,17	0,71	3,33	3,41	3,72	0,08	0,39
A 2 años o más	6,39	-	-	-	-	5,73	5,83	5,63	0,10	-0,10
DIFERENCIAL GLOBAL	2,61	1,99	2,44	-0,62	-0,17	3,50	3,25	3,17	-0,25	-0,33

Fuente: Banco de España.

(a) Los tipos son los de las nuevas operaciones declarados en cada fecha ponderados por los respectivos importes. Por falta de información, en versiones anteriores la ponderación se realizaba con los saldos medios anuales de balance de los respectivos epígrafes.

intenso en su mercado más significativo, el de futuros financieros sobre el bono nacional a 10 años. Esto ha supuesto una considerable pérdida de liquidez en estos mercados, como consecuencia del proceso de concentración de la negociación de los derivados sobre la deuda pública de otros países europeos. Las operaciones realizadas con futuros y opciones sobre el índice IBEX-35, que habían aumentado mucho en 1998, han vuelto a los niveles que tenían en 1997.

2. EL MARGEN DE INTERMEDIACIÓN

2.1. Introducción

En 1999, el margen de intermediación (4) ha experimentado, un año más, un crecimiento modesto en valor absoluto, el 1,4 % (287 millones de euros), hasta alcanzar los 20,8 mm de euros. Este aumento ha sido inferior al del volumen de actividad medido por los ATM. De esta manera se ha recortado en 10 pb el margen en términos de ATM, hasta situarse por debajo del 2,2 % (cuadro 4).

Los productos y costes financieros del conjunto de entidades de depósito han seguido cayendo a un ritmo elevado (12 % y 20 %, respectivamente), superior al descenso del año anterior. Esto ha sido así porque, aunque la caída en las rentabilidades y costes medios de las operaciones bancarias ha sido ligeramente inferior a la que se produjo el año anterior, la actividad ha crecido menos.

Durante 1999 han continuado cayendo las rentabilidades y costes medios de las operaciones bancarias, más las primeras que los segundos, disminuyendo un año más el diferencial to-

tal. No obstante, en el último trimestre las entidades están consiguiendo trasladar a sus clientes la subida de tipos de interés de mercado que se ha producido a lo largo del año. De esta manera, los tipos medios suben levemente, frenando así la caída del diferencial de tipos y el descenso del margen en términos de ATM sufrido en los tres trimestres anteriores.

La variación del margen es causada por una variedad de factores que actúan sobre él de forma compleja, como son el aumento de la actividad, los cambios que se han producido en la estructura de la inversión y financiación y las variaciones producidas en las rentabilidades y costes medios (cuadro 4).

Así, el cambio estructural (*efecto estructura*) que, como se verá, se ha producido en el balance de las entidades ha contribuido al aumento del margen en algo más de 1.546 millones de euros. Por su parte, el efecto global negativo de la bajada de tipos de interés (*efecto precios*) solo ha podido ser compensado parcialmente por el discreto incremento de la actividad (*efecto cantidades*), de tal manera que la suma de los efectos cantidades, precios y mixto han detruido del margen 1.532 millones de euros. Finalmente, las otras partidas residuales integradas en el margen de intermediación (rectificaciones de productos y costos por operaciones de cobertura y otros productos y costes financieros) han aumentado su aportación al margen en 272 millones de euros, todo lo cual se ha traducido en un incremento del margen de 287 millones de euros.

La aportación del *efecto cantidades* al margen de intermediación ha sido inferior a la de años anteriores, dado el menor crecimiento de la actividad en 1999. Los crecimientos más importantes por el lado del activo se han producido en los créditos con garantía real, los créditos personales y las carteras de renta fija y variable; en sentido contrario, cabe citar la reducción del crédito a las Administraciones Públicas y, sobre todo, de la inversión en entidades de crédito. En el pasivo, el dato más destacado ha sido el fuerte crecimiento de las cuentas a la vista, aunque también se han producido aumentos importantes en los pasivos con no residentes y en los empréstitos. Otros datos destacados han sido la caída de las cesiones temporales y de la financiación proveniente del Banco de España, así como el estancamiento del recurso a otras entidades de crédito.

Como en años anteriores, el efecto más importante ha sido el *efecto precios*, que, nuevamente, ha tenido una repercusión negativa sobre el margen. La mayor reducción de la rentabilidad media del activo en relación con el

(4) Normalmente, el análisis del margen de intermediación debe hacerse teniendo también en cuenta los efectos que puedan derivarse de los trasposos que hayan existido entre la actividad en euros-pesetas y en moneda extranjera. Como es bien sabido, las entidades de crédito deben declarar, a partir del inicio de 1999, sus estados contables en euros, donde incluirán, lógicamente, toda la actividad realizada en dicha moneda, que incluye una parte importante de la actividad que hasta 1998 se declaraba en moneda extranjera. Por tanto, si se comparan los datos en euros de 1999 con los de pesetas de 1998 o los datos en moneda extranjera entre ambos períodos se observa, lógicamente, una fuerte reducción de la operativa en moneda extranjera, derivada únicamente de dicho cambio. Por este motivo, en este ejercicio no es posible realizar un análisis coherente de los cambios estructurales que se hayan podido producir en la actividad por monedas, así como de sus efectos sobre el margen de intermediación. Tampoco es posible analizar la evolución de las *ratios* y márgenes financieros que hagan distinción entre euros y moneda extranjera, por lo que se ha considerado conveniente que en el informe de este año solo se presente desagregada la actividad en euros o en moneda extranjera en promemorias, sin estudiar sus efectos.

CUADRO 4

Aspectos más destacados del margen de intermediación

Millones de euros y %

	Importe (Millones de euros)	Porcentaje de crecimiento	Importe (Millones de euros)	Porcentaje sobre ATM	Variación 1999-1998			Tipos medios y variación	
					(Millones de euros)	%	pb s/ ATM	%	pb
	Activos financieros rentables (AFR)		Productos financieros					Rentabilidad media	
Entidades de depósito	889.068	6,3	44.821	4,72	-5.875	-11,6	-93	5,04	-102
Bancos	546.453	2,7	27.360	4,68	-4.094	-13,0	-85	5,01	-90
Cajas	311.895	12,7	15.824	4,75	-1.627	-9,3	-108	5,07	-123
Cooperativas	30.720	12,5	1.637	5,04	-153	-8,5	-106	5,33	-121
	Pasivos financieros onerosos (PFO)		Costes financieros					Coste medio	
Entidades de depósito	831.666	5,3	23.975	2,52	-6.161	-20,4	-84	2,88	-93
Bancos	510.395	1,9	16.872	2,88	-3.929	-18,9	-78	3,31	-85
Cajas	293.343	11,4	6.605	1,98	-2.027	-23,5	-90	2,25	-103
Cooperativas	27.928	10,8	498	1,53	-206	-29,3	-87	1,78	-100
	AFR no financiados con PFO		Margen de intermediación					Diferencial total	
Entidades de depósito	57.402	22,8	20.846	2,19	287	1,4	-10	2,16	-9
Bancos	36.058	15,8	10.488	1,79	-166	-1,6	-8	1,70	-6
Cajas	18.552	37,2	9.219	2,77	400	4,5	-17	2,82	-20
Cooperativas	2.792	33,1	1.139	3,51	53	4,9	-19	3,55	-21

Distribución de la variación del margen de intermediación entre los diferentes efectos

Millones de euros

	Efecto cantidades	Efecto precios	Efecto mixto	Efecto coberturas	Efecto estructura				
					Total	Efecto entidades	Variación de los AFR no finan- ciados con PFO	Actividad con clientes/ resto de la actividad	Cambios en la actividad con clientes
Productos financieros									
Entidades de depósito	2.091	-10.171	996	-56	1.265	41	530	644	50
Bancos	454	-5.921	493	64	816		241	582	-7
Cajas	1.532	-3.834	457	-124	342		257	28	57
Cooperativas	142	-416	46	5	71		37	34	0
Costes financieros									
Entidades de depósito	1.188	-6.956	216	-328	-281	-157		-133	10
Bancos	297	-3.998	-33	-269	73			-141	214
Cajas	685	-2.784	256	-61	-123			12	-136
Cooperativas	48	-175	-7	2	-73			-5	-69
Margen de intermediación									
Entidades de depósito	903	-3.215	780	272	1.546	198	530	777	40
Bancos	157	-1.923	526	333	743		241	723	-222
Cajas	847	-1.050	201	-63	209		257	16	193
Cooperativas	94	-241	53	3	108		37	39	69

Fuente: Banco de España.

— El efecto *cantidades* se ha obtenido aplicando a la variación de cantidades que se haya producido entre 1999 y 1998, la rentabilidad o el coste medio de 1999.

— El efecto *precios* se ha obtenido multiplicando el importe de cada masa patrimonial en 1999 por la diferencia entre las rentabilidades o los costes medios de cada una de ellas entre 1999 y 1998.

— El efecto *mixto* resulta de multiplicar la variación de cada masa patrimonial entre 1999 y 1998 por la diferencia de su rentabilidad o coste medio en ambos años. Para obtener los efectos *precio* y *mixto* totales no puede utilizarse la rentabilidad media global de los AFR ni el coste medio global de los PFO, porque ambos están contaminados por el efecto estructura, por lo que se obtiene por agregación de los efectos correspondientes de las distintas masas generadoras de ingresos o costes financieros, al nivel más desagregado.

— El efecto *coberturas*, «rectificación por operaciones de cobertura y otros ingresos y costes financieros», surge de que no es posible desagregar dichos productos y costes entre las distintas masas patrimoniales. Su cálculo consiste en la diferencia existente en los resultados derivados de dichas operaciones entre ambos años.

— El efecto *estructura* es causado por los cambios en los pesos de las distintas masas patrimoniales en relación con el agregado total, lo cual provoca cambios en el tipo medio de ese agregado. Su método de cálculo, tanto para el total del efecto como para su desagregación, sigue la misma filosofía que los efectos *cantidades* y *precios*, en los cuales se cuantifica el efecto de la variación de una sola de las variables, mientras que se mantienen constantes las demás. En este caso lo que varía es la estructura porcentual de los AFR y los PFO, manteniéndose constante el volumen de actividad total y los tipos de interés de las distintas masas patrimoniales. En la desagregación de efecto estructura hay un efecto que solo afecta al total entidades de depósito, y que se deriva de los cambios en las cuotas de negocio que se producen entre los tres grupos de entidades, bancos, cajas y cooperativas, que, dado que cada uno de ellos presenta rentabilidades y costes medios distintos, las variaciones en las cuotas afectan a la rentabilidad o coste medio del conjunto de entidades.

También hay un *subefecto estructura*, que solo afecta a los productos financieros, que es la variación de los AFR que no son financiados con PFO. La distribución de efectos en el margen de intermediación se obtiene por diferencia entre los efectos calculados sobre los AFR y los PFO.

descenso sufrido por el coste medio del pasivo ha sido causada por varios factores. Por un lado, los descensos en las rentabilidades de las operaciones de activo han sido, en términos generales, superiores a las caídas de los costes de la financiación. Además, la repercusión de estas variaciones sobre los tipos medios totales ha sido mayor en el activo, debido a que los mayores descensos de tipos se han producido en aquellas inversiones con mayor peso en el balance (los créditos con garantía real y los créditos personales), mientras que los costes medios de partidas importantes del pasivo, como son las cuentas a la vista o la financiación proveniente de entidades de crédito, han experimentado caídas en su coste medio inferiores a la media.

El efecto estructura ha tenido una influencia global positiva sobre el margen, más acusada en el lado de la inversión que en el de la financiación. La variación más relevante ha sido el desplazamiento de la inversión hacia la actividad crediticia con los sectores privados residentes (especialmente los créditos con garantía real y personal), en detrimento de la inversión en entidades de crédito, mucho menos rentable. También ha sido favorable el aumento de la cartera de valores, tanto en renta fija como variable. En el lado de la financiación, ha sido positiva la recuperación de la financiación proveniente del sector privado, en especial de las cuentas a la vista, que ha permitido detener la tendencia alcista del recurso a los mercados bancarios internacionales. Esta evolución responde en gran parte a la volatilidad de las cotizaciones bursátiles y a la caída en las rentabilidades obtenidas por los fondos de inversión, fundamentalmente por los de menor riesgo (5). De hecho, el patrimonio de los fondos ha aumentado únicamente en 2,4 mm de euros (6), mientras que en 1998 el aumento fue de 41 mm y en 1997 de 50 mm (7). Dentro de la operativa pasiva con clientes, las variaciones estructurales han sido levemente negativas de cara al margen de intermediación. El efecto positivo de la pérdida de peso de la actividad en depósitos a plazo (8) y cesiones temporales ha sido superado por el efecto negativo del au-

(5) A la evolución adversa de los tipos de interés hay que añadir como factor explicativo el desincentivo que ha supuesto el cambio en su tratamiento fiscal con la aplicación de un 20 % de retención a cuenta.

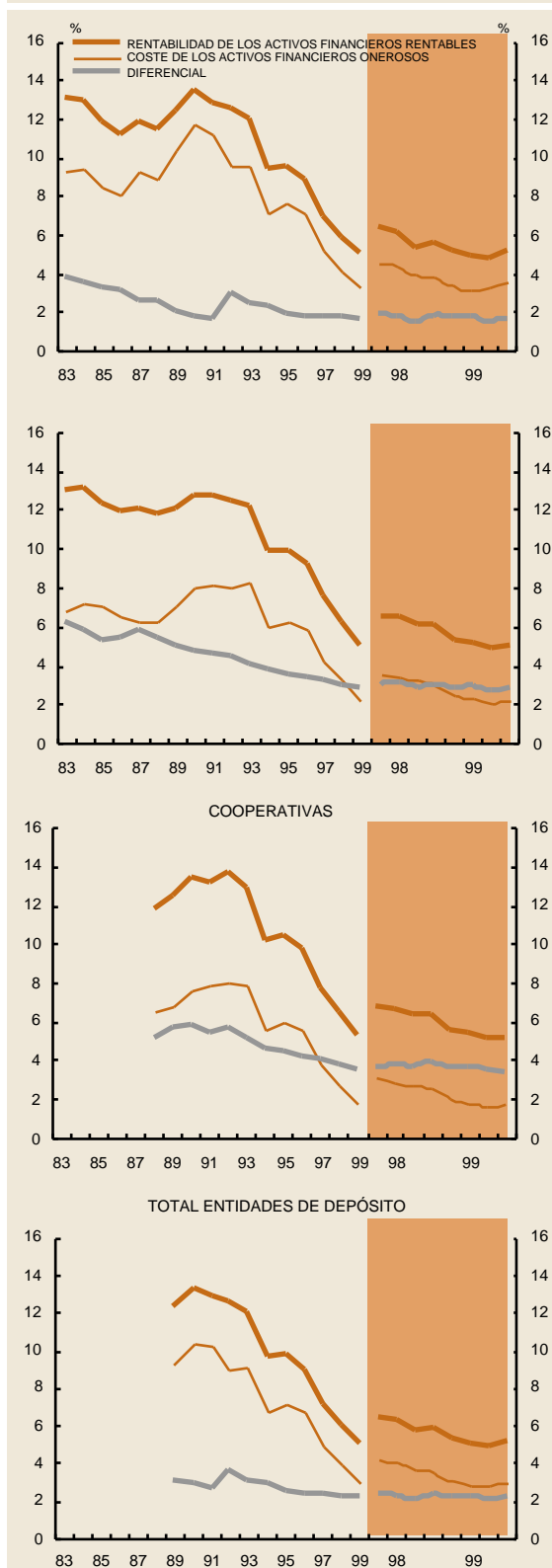
(6) El patrimonio de los FIAMM se ha reducido en 8 mm, el de los FIM de renta fija en 16 mm de euros, y el de los FIM de renta variable ha aumentado en 27 mm.

(7) Además del papel de instrumentos sustitutivos de los tradicionales depósitos bancarios que representan los fondos de inversión, hay que recordar que una parte importante de los activos de estos fondos son cesiones temporales realizadas por las entidades bancarias.

(8) No obstante, los depósitos a plazo han crecido en términos absolutos, rompiendo con la tendencia decreciente de años anteriores.

GRÁFICO 2

Rentabilidades, costes medios y diferenciales Actividad total



Fuente: Banco de España.

Rentabilidades y costes medios, y estructura de la actividad (a)																			CUADRO 5	
	Entidades de depósito						Bancos						Cajas						Cooperativas	
	Ratios medios		Estructura		Ratios medios		Estructura		Ratios medios		Estructura		Ratios medios		Estructura		Ratios medios		Estructura	
	1999	Variación	1999	Variación	1999	Variación	1999	Variación	1999	Variación	1999	Variación	1999	Variación	1999	Variación	1999	Variación	1999	Variación
Activos rentables	5,04	-1,02	93,6	0,4	5,01	-0,90	93,4	-0,1	5,07	-1,23	93,7	1,2	5,33	-1,21	94,6	1,4				
Pasivos onerosos	2,88	-0,93	87,5	-0,4	3,31	-0,85	87,3	-0,8	2,25	-1,03	88,1	0,2	1,78	-1,00	86,0	0,0				
Diferencia total	2,16	-0,09	6,0	0,8	1,70	-0,06	6,2	0,7	2,82	-0,20	5,6	1,1	3,55	-0,21	8,6	1,4				
Inversión crediticia	5,40	-1,19	50,5	3,5	5,34	-1,08	46,0	3,5	5,43	-1,35	57,0	2,7	5,83	-1,32	63,8	4,5				
Financiación no interbancaria	2,44	-0,85	58,5	1,9	2,77	-0,73	48,1	2,2	2,14	-0,98	74,6	0,0	1,71	-0,96	80,7	1,4				
Diferencial clientes	2,96	-0,34	-8,0	1,6	2,57	-0,35	-2,1	1,4	3,29	-0,37	-17,5	2,7	4,11	-0,35	-16,9	3,0				
Intermediarios financieros (Inversión)	3,59	-0,87	23,2	-4,2	3,74	-0,72	27,1	-6,0	3,21	-1,24	16,7	-0,3	2,96	-1,41	18,0	-3,5				
Intermediarios financieros (Financiación)	3,58	-0,87	28,7	-2,4	3,69	-0,80	38,9	-3,0	3,00	-1,20	13,1	0,2	2,79	-1,33	5,1	-1,5				
Diferencial intermediación financiera																				
Cartera de valores	5,54	-1,33	17,8	1,9	5,30	-1,73	17,4	3,5	5,91	-0,72	19,0	-0,9	5,62	-1,41	12,6	0,3				
PRO MEMORIA (b):																				
Activos rentables en euros	4,90	-1,21	83,6	6,0	4,70	-1,21	79,5	7,5	5,17	-1,22	89,8	3,1	5,26	-1,25	94,2	1,6				
Pasivos onerosos sin FPI en euros	2,43	-0,93	75,6	4,8	2,61	-0,91	70,2	6,3	2,24	-0,96	84,1	1,6	1,76	-1,04	85,5	0,2				
Diferencial en euros	2,47	-0,28	8,0	1,2	2,09	-0,30	9,3	1,2	2,93	-0,26	5,7	1,5	3,49	-0,21	8,7	1,4				
Inversión crediticia en euros	5,34	-1,33	47,3	4,3	5,21	-1,31	41,3	4,5	5,46	-1,36	56,2	3,0	5,83	-1,32	63,7	4,6				
Financiación no interbancaria en euros	2,19	-0,91	54,1	2,5	2,30	-0,84	41,5	2,8	2,13	-0,98	73,8	0,2	1,71	-0,97	80,6	1,6				
Diferencial clientes en euros	3,15	-0,42	-6,8	1,8	2,91	-0,47	-0,1	1,7	3,33	-0,38	-17,6	2,9	4,12	-0,35	-16,9	2,9				
Intermediarios financieros en euros (Inversión)	3,16	-1,03	18,5	-0,2	3,19	-0,94	20,8	-0,5	3,10	-1,24	14,6	1,0	2,95	-1,43	17,9	-3,3				
Intermediarios financieros en euros (Financiación)	3,04	-1,02	21,5	2,3	3,05	-1,04	28,8	3,5	3,00	-0,86	10,3	1,4	2,59	-1,66	4,8	-1,4				
Diferencial intermediación financiera en euros	0,12	-0,01	-3,0	-2,5	0,14	0,10	-8,0	-4,0	0,10	-0,37	4,3	-0,4	0,37	0,23	13,1	-1,9				
Fuente: Banco de España.																				
(a) En las columnas de la estructura se indica su porcentaje sobre activos totales medios. Las variaciones se expresan en puntos porcentuales.																				
(b) Las variaciones son sobre la actividad en pesetas de 1998.																				

Fuente: Banco de España.

(a) En las columnas de la estructura se indica su porcentaje sobre activos totales medios. Las variaciones se expresan en puntos porcentuales.

(b) Las variaciones son sobre la actividad en pesetas de 1998.

mento de los empréstitos y la financiación subordinada (conjuntamente aglutinan el 34 % del aumento de los pasivos financieros onerosos totales), así como de las cuentas con no residentes (9). También ha sido favorable el aumento de los activos financieros rentables financiados con pasivos sin coste, partida que se sitúa por encima del 6 % de los ATM, 0,8 pp más que en 1998. Finalmente, la ganancia de cuota de negocio de las cajas y las cooperativas, en detrimento de los bancos, ha ayudado al margen del total de entidades, dados los mayores diferenciales de tipos medios con que aquellas entidades realizan su actividad.

2.2. Evolución de las masas patrimoniales inversión-financiación neta

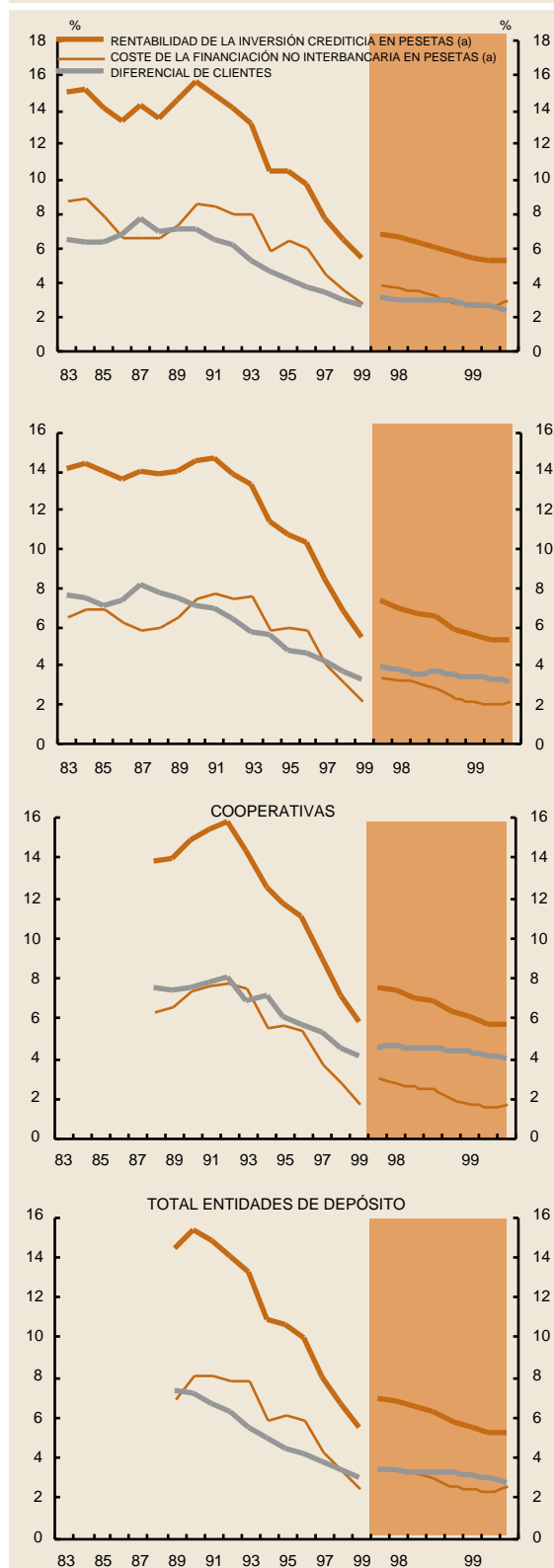
En primer lugar debe destacarse que el crecimiento de la actividad en los bancos (3 %) ha sido inferior al de las cajas o las cooperativas (ambas alrededor del 11 %). Estos dos últimos grupos de entidades han ganado cuota a los bancos en la operativa con los sectores privados. Este hecho está más acentuado en las operaciones pasivas, de tal manera que los bancos han tenido que desviar fondos de la inversión en entidades de crédito para poder hacer frente a la fuerte demanda crediticia por parte de los sectores privados residentes. Otros factores que han redundado en este bajo crecimiento del balance de los bancos han sido el descenso de la actividad de la banca extranjera en España, las fusiones entre bancos grandes, lo que supone la eliminación de las cuentas interbancarias entre las entidades fusionadas, y, finalmente, el mayor descenso relativo de las cesiones temporales, fundamentalmente, a los fondos de inversión de renta fija, actividad con mayor peso en los bancos.

En 1999, la actividad con clientes (inversión crediticia y financiación no interbancaria) redujo su financiación neta para el resto de actividades en 10,1 mm de euros, (el 12 %) (cuadro 6). Dado que las entidades han aumentado en 13,2 mm de euros su inversión en la cartera de renta fija y en 7,3 mm en la de renta variable, se da un incremento de la necesidad de financiación del resto de sectores de 30,6 mm. Dado que, además, se ha reducido fuertemente la financiación neta percibida del Banco de España (14,2 mm de euros), las entidades han cubierto esta mayor necesidad de financiación, esencialmente, con un fuerte descenso de la inversión neta en el mercado interbancario

(9) Prácticamente la totalidad del montante de las cuentas pasivas con no residentes están asociadas a empréstitos emitidos por entidades filiales domiciliadas en paraísos fiscales.

GRÁFICO 3

Rentabilidades, costes medios y diferenciales Actividad con clientes



Fuente: Banco de España.

(a) Conceptos totales para las cooperativas. El año 1999 recoge la ac

CUADRO 6

Evolución de las masas patrimoniales medias, inversión - financiación neta (a)

Millones de euros

	Entidades de depósito		Bancos		Cajas		Cooperativas	
	1998	1999	1998	1999	1998	1999	1998	1999
Actividad de clientes (b)	-86.192	-76.099	-19.626	-12.235	-60.710	-58.372	-5.856	-5.493
Cartera de renta fija	132.019	145.243	78.567	90.543	50.305	51.134	3.146	3.566
Cartera de renta variable	36.734	43.990	23.370	28.230	12.864	15.156	499	604
Diferencia	82.561	113.134	82.311	106.539	2.459	7.918	-2.210	-1.323
Entidades de crédito	-17.015	-50.547	-37.189	-63.942	15.864	9.679	4.310	3.717
Banco de España	-16.021	-1.843	-12.708	-4.861	-3.376	2.544	63	474
Pasivos sin coste aplicados a financiar								
activos rentables	-46.759	-57.402	-31.136	-36.057	-13.520	-18.552	-2.103	-2.792
Fondo de pensiones interno	-2.874	-3.529	-1.412	-1.879	-1.405	-1.576	-57	-74
PRO MEMORIA (c):								
Actividad de clientes en euros (b)	-77.620	-65.042	-10.353	-797	-61.435	-58.747	-5.833	-5.498
Entidades de crédito en euros	11.976	-26.384	-9.958	-42.049	17.590	11.897	4.344	3.768

Fuente: Banco de España.

(a) En todo el cuadro, las cifras recogen saldos netos de cada actividad en cada año. El signo positivo significa inversión neta, y el negativo, financiación neta.

(b) Inversión crediticia menos financiación ajena no interbancaria.

(c) Los datos relativos a 1998 se refieren a la actividad en pesetas.

(33,5 mm de euros), ayudado por el aumento en 10,6 mm de euros de los pasivos sin coste aplicados a financiar activos rentables.

El fuerte descenso de la financiación neta obtenida de su actividad de intermediación se ha debido a que el importante aumento de la inversión crediticia (59 mm de euros) no ha podido ser cubierto por un ascenso de igual magnitud de la financiación ajena no interbancaria (47,8 mm de euros), pese a los fuertes crecimientos de las cuentas a la vista (32,6 mm de euros) y de los empréstitos y valores negociables (13,5 mm de euros), por la gran caída de las cesiones temporales (13,2 mm de euros).

Al importante crecimiento de las cuentas a la vista ha contribuido la evolución de los tipos de interés, con expectativas de incrementos futuros, el aumento de la preferencia por la liquidez de los ahorradores para financiar sus decisiones de gasto y los cambios fiscales que entraron en vigor a primeros de 1999. Todo esto ha provocando un desplazamiento desde los fondos de inversión a los pasivos bancarios (10). En efecto, las participaciones en los fondos de inversión en las carteras del público han disminuido, rompiendo la tendencia ascendente de los últimos ocho años. Correlativa-

mente, el descenso del patrimonio de estos fondos ha supuesto la desinversión de los mismos en cesiones temporales de activos de las entidades, de las que eran importantes destinatarios, provocando una fuerte caída de las mismas.

El aumento de la inversión de las entidades en títulos de renta fija se ha producido fundamentalmente en la cartera de inversión ordinaria y en títulos emitidos por entidades no residentes, lo que confirma el proceso de internacionalización de las carteras y de desplazamiento hacia activos de mayor riesgo (cuadro 7).

El aumento de la inversión en títulos de renta variable se ha producido tanto en la cartera de participaciones permanentes, que sigue siendo con mucho la más importante, como en la de inversión ordinaria. El incremento de la primera se ha debido en gran medida a que muchas entidades, especialmente las más grandes, han mantenido la estrategia de ampliar sus participaciones industriales en busca de alternativas de inversión en nuevos sectores que les permita abrir nuevas fuentes de negocio.

Las entidades de depósito han aumentado de forma importante la financiación neta obtenida de los mercados interbancarios, aunque lo han hecho más por la vía del fuerte descenso de la inversión en los mismos que por la del aumento de la financiación bruta, que solo ha aumentado en las cajas. El aumento de la financiación neta obtenida por los bancos ha coincidido con el des-

(10) El nuevo régimen fiscal desincentiva en términos relativos la inversión en fondos de inversión a favor de la inversión en depósitos a plazo superior a dos años, cuyo atractivo es tanto más acusado cuanto menor es el tipo impositivo marginal del inversor-contribuyente.

CUADRO 7

Total entidades de depósito. Resultados de la cartera de valores

	Cuenta de resultados				Balance (saldos medios)				Rentabilidades medias	
	Millones de euros		% sobre ATM		Millones de euros		% sobre ATM			
	Total	Variación	%	Variación	Total	Variación	%	Variación	%	Variación
Cartera de RENTA FUJA (a):										
Resultados ordinarios										
TOTAL	8.067	-797	0,85	-0,14	145.243	13.225	15,28	0,53	5,55	-1,16
Entidades de crédito	769	254	0,08	0,02	11.039	3.052	1,16	0,27	6,96	0,52
Otros sectores residentes	458	172	0,05	0,02	8.974	5.173	0,94	0,52	5,10	-2,42
No residentes	1.242	249	0,13	0,02	25.171	10.915	2,65	1,06	4,93	-2,03
Administraciones Públicas	5.599	-1.472	0,59	-0,20	100.059	-5.915	10,33	-1,27	5,60	-1,08
Rectificación por operaciones de cobertura	-563	-210	-0,05	-0,02						
Aportación al margen de intermediación	7.504	-1.007	0,79	-0,16						
Cartera de negociación	-472	-1.210	-0,05	-0,13	20.018	-616	2,11	-0,19	-2,36	-5,94
Cartera de inversión ordinaria	328	-256	0,03	-0,03	103.274	13.855	10,87	0,91	0,32	-0,34
Aportación a otros productos ordinarios	-144	-1.466	-0,02	-0,16						
Cartera de inv. ord.: Saneamientos y dotaciones netas al fondo de fluctuación de valores	-13	-20	0,00	0,00						
Aportación al resultado contable	7.346	-2.493	0,77	-0,32						
Cartera de RENTA VARIABLE:										
TOTAL	2.382	-52	0,25	-0,02	43.990	7.257	4,63	0,54	5,41	-1,21
De participaciones en el grupo	1.767	-7	0,19	-0,01	22.719	2.080	2,39	0,09	7,78	-0,82
De otras participaciones	351	-24	0,04	0,00	12.111	3.223	1,27	0,28	2,90	-1,32
Otros títulos	264	-21	0,03	0,00	9.160	1.954	0,96	0,16	2,89	-1,07
Aportación al margen de intermediación	2.382	-52	0,25	-0,02						
Cartera de negociación	261	-98	0,03	-0,01	2.103	461	0,22	0,04	12,39	-9,47
Aportación a otros productos ordinarios	261	-98	0,03	-0,01						
Cartera de inversión ordinaria	556	90	0,05	0,01	9.214	3.609	0,97	0,35	6,04	-2,28
Por venta y amortizaciones	672	81	0,07	0,00						
Saneamientos y dotaciones netas al fondo de fluctuación de valores	-116	9	-0,01	0,00						
Aportación al resultado contable	3.198	-60	0,34	-0,03						
Resultados extraordinarios										
Participaciones permanentes y cartera de inversión a vencimiento	27	-58	0,00	-0,01	59.212	187	6,23	-0,34	0,05	-0,10
Amortización y venta	706	-583	0,07	-0,07						
Saneamiento y dotaciones netas al fondo de fluctuación de valores	525	525	-0,07	0,06						
Total aportación de la cartera de valores al resultado contable	10.572	-2.610	1,11	-0,36						
PRO MEMORIA:										
Ingresos netos por operaciones de futuro	368	1.319	0,04	0,15						
Cartera de participaciones de ECA del grupo					9.219	-457	0,97	-0,11		
Cartera de otras participaciones de ECA					2.634	1.380	0,28	0,14		
Otros títulos de la cartera de renta variable de ECA					9.160	1.954	0,96	0,16		
De ECA					1.529	412	0,16	0,04		
De otros sectores residentes					5.755	869	0,61	0,05		
De no residentes					1.876	673	0,20	0,06		

Fuente: Banco de España.

(a) El desglose de la cartera por sujetos no recoge los Certificados del Banco de España, que sí están incluidos en el desglose por tipos de cartera.

censo de la inversión neta de las cajas y cooperativas, por lo que aquellos han debido acudir a los mercados interbancarios internacionales.

2.3. Evolución de los tipos de interés medios de las operaciones

Los tipos de interés de las operaciones bancarias, medidos por la rentabilidad y el coste medio de las mismas (cuadros 5 y A.2.1) han caído más en las operaciones de activo que en las de pasivo, y el diferencial total desciende en 9 pb.

La variación de los costes y rentabilidades medias de las operaciones activas y pasivas está condicionada por dos factores básicos: el movimiento de los tipos de interés y el cambio estructural, que ya se ha estudiado en el punto anterior.

Dentro del discreto descenso del diferencial total, destaca la importante disminución que, un año más, sufre el diferencial de clientes (34 pb). Los motivos del mayor descenso de los tipos medios activos que de los pasivos hay que buscarlos en: a) la fuerte y creciente competencia a la que las entidades de depósito han estado haciendo frente en los últimos años, que las ha obligado a ajustar los tipos de interés que aplican a sus operaciones a los importantes descensos de tipos que se han producido en los mercados monetarios, competencia que, en los últimos años, está siendo más fuerte en el lado de la inversión que en el de la financiación, y que ha sido especialmente intensa en la primera mitad del año particularmente en el crédito con garantía real y personal, cuya rentabilidad media ha caído 1,45 pp y 1,33 pp, respectivamente, y b) la importante proporción de operaciones activas que se encuentran contratadas con tipos variables, y que, con el retraso impuesto por su plazo de revisión, han sufrido el consiguiente ajuste a la baja registrado por los tipos de interés en el primer semestre del año, especialmente en el caso de los referenciados a algún mercado monetario.

No obstante, la reestructuración de la actividad de las entidades con clientes, tanto en el activo como en el pasivo, está atenuando la caída de su diferencial. El aumento, dentro de la inversión total, de los créditos personales y con garantía real, está presionando al alza la rentabilidad media total de clientes; por su parte, el crecimiento de las cuentas a la vista y las caídas, en porcentaje sobre balance, de los depósitos a plazo y de las cesiones temporales están forzando a la baja el coste medio de la financiación no interbancaria.

Ha caído también la rentabilidad de las carteras de renta fija y variable (en ambos casos alrededor de 1,2 pp), así como el diferencial de la operativa con el Banco de España, por el fuerte descenso de su rentabilidad media.

Tan importantes descensos de la rentabilidad de la cartera de valores y del diferencial de clientes han sido compensados con los comentados cambios estructurales, lo que se ha traducido en la moderación del descenso del diferencial total.

Finalmente, debe destacarse que los tipos de interés de las nuevas operaciones (cuadro 3) están recogiendo la nueva tendencia alcista que se está produciendo en los mercados monetarios, con más intensidad en el caso de los bancos que en el de las cajas. En aquellos, los tipos de las nuevas operaciones a finales de 1999 eran mayores que los aplicados un año antes, tanto en los tipos activos, que habían subido 13 pb, como en los pasivos, que lo habían hecho en 30 pb; de esta manera, el diferencial obtenido por los bancos de sus operaciones nuevas disminuye en 17 pb. Sin embargo, en las cajas, los tipos activos han descendido 31 pb y los pasivos se han mantenido sin variaciones significativas en el conjunto del año, con lo que el diferencial ha disminuido en 33 pb. Estos datos parecen confirmar que los bancos están reaccionando más rápidamente que las cajas ante la nueva situación que se les ha presentado, derivada del cambio hacia una tendencia alcista en los tipos de interés, lo que puede deberse, en primer lugar, a que los tipos activos aplicados por las cajas son más elevados que los de los bancos. Además, las cajas, en su política de expansión territorial, están primando el objetivo de consolidarse fuera de sus lugares de origen, creciendo en tamaño, para lo que es necesario competir en precio. Las importantes diferencias que también se observan en el lado del pasivo se deben a que los bancos tienen una mayor necesidad de reestructurar su financiación a través de la captación de depósitos, más barata. De esta manera, están más dispuestos a pagar más por la captación de ese pasivo que las cajas, que tienen unas menores necesidades de financiación y una gran base de clientes de pasivo muy estable. No obstante, el diferencial obtenido por las operaciones nuevas sigue siendo significativamente más elevado en las cajas (3,2 pp) que en los bancos (2,4 pp).

Cabe atribuir el descenso del diferencial de tipos de interés de las nuevas operaciones a la mayor competencia entre las entidades, que en parte ha sido posible gracias a la contención de los gastos de explotación. No obstante, en la

valoración de la aportación del cliente al beneficio, a los márgenes financieros de la operación deben sumarse los ingresos obtenidos, sea por comisiones, de las que las asociadas a depósitos siguen presentado fuertes incrementos, sea de la actividad de intermediación de seguros, pensiones y fórmulas de inversión colectiva. Por otra parte, también es posible que se esté infravalorando la prima de riesgo en la actual coyuntura de bajo nivel de morosidad y escasas dotaciones a los fondos de insolvencia y ante las elevadas expectativas de crecimiento estable por referencia al pasado, lo que ha llevado al Banco de España a advertir sobre los tipos aplicados, recomendando el mejor conocimiento de los riesgos potenciales de las distintas operaciones y a introducir una nueva provisión de carácter estadístico sobre las pérdidas latentes de los riesgos no perjudicados.

En ambas agrupaciones, los tipos activos aplicados a sus operaciones nuevas son, por primera vez, superiores a la rentabilidad media del activo, particularmente en cajas, mientras que los tipos pasivos aplicados a las operaciones nuevas se mantienen por debajo del coste medio en bancos y muy igualados a este en cajas. Por otra parte, se registra una convergencia entre el diferencial de las nuevas operaciones y el diferencial de clientes, siendo el primero solo 13 pb inferior al segundo, tanto en bancos como en cajas. También es importante resaltar que la distancia que existe entre las cajas y los bancos en el diferencial de clientes, 72 pb a favor de las primeras, coincide con el de las operaciones nuevas, lo que puede ponerse en relación con los mayores gastos de explotación de las cajas.

2.4. Hechos diferenciales entre bancos, cajas y cooperativas de crédito

Los aspectos más significativos relacionados con este margen, por tipo de entidades, se resumen en el cuadro 4.

En 1999, la evolución del margen de intermediación por grupos de entidades ha sido muy dispar. Mientras que en los bancos el margen cae en términos absolutos, en cajas y cooperativas crece a un ritmo superior al del año anterior. No obstante, aunque en los tres grupos de entidades el margen cae en términos de ATM, es en los bancos donde este descenso es menor (8 pb, frente a algo menos de 20 pb en cajas y cooperativas), dado que son los bancos los que menos crecen en términos de ATM (3 %, frente a un crecimiento cercano al 11 % en las otras dos agrupaciones). El descenso de los productos financieros es más acusado en

bancos (13 %) que en cajas y cooperativas (9 %), en tanto que sucede lo contrario con los costes financieros, donde el descenso es mayor en estos dos últimos grupos de entidades (24 % y 29 %, respectivamente, frente al 19 % de los bancos). Sin embargo, es en los bancos donde menos han caído los tipos medios y donde menos desciende el diferencial total

Un año más, los dividendos han desempeñado un papel importante en las distintas evoluciones de los márgenes de intermediación. Estos han descendido más de un 8 % en bancos, en tanto que han aumentado más de un 35 % en las cajas. De esta manera, si se excluyesen los dividendos, por su carácter más errático y por su falta de sintonía con la evolución de los demás componentes, el importe del margen de intermediación hubiese crecido ligeramente en bancos (0,8 %), en lugar del descenso que ha experimentado, y hubiese crecido mucho más moderadamente en cajas (2,1 %). No obstante, se mantienen las diferencias en su importancia relativa, al representar el 15 % del margen en los bancos y algo menos del 9 % en las cajas.

El análisis de los distintos efectos que influyen sobre el margen de intermediación también permite apreciar diferencias entre los grupos de entidades.

El *efecto cantidades* ha sido, en términos relativos, mucho más elevado en cajas y en cooperativas que en bancos, donde ha tenido un efecto positivo pequeño, por varias razones. En primer lugar, porque la actividad ha crecido mucho más en los dos primeros grupos de entidades que en los bancos. En segundo lugar, porque este mayor crecimiento se ve reforzado por el mayor diferencial total de tipos con el que operan cajas y cooperativas en comparación con los bancos.

El *efecto precios* ha sido negativo en todos los grupos de entidades, aunque en términos relativos el efecto ha sido mayor en cooperativas, donde a una caída importante del diferencial de tipos (21 pb) se le suma una estructura de balance, con un gran peso de los activos financieros rentables y un bajo porcentaje de pasivos financieros onerosos, que amplifica el efecto negativo sobre el margen de intermediación de la caída de tipos medios. En las cajas también se ha producido un descenso importante del diferencial de tipos (20 pb), sin embargo, el elevado peso en balance de los pasivos onerosos hace que la caída sufrida por el coste medio del pasivo tenga una repercusión sobre el margen más positiva en términos relativos que en las cooperativas. Por el contrario, los bancos, al igual que el año anterior, han logra-

do un recorte más equilibrado de sus tipos medios, que han dado lugar a un descenso del diferencial total de solo 6 pb. Esta desigualdad en la caída del diferencial entre los tres grupos de entidades viene explicada fundamentalmente por el hecho de que la operativa con clientes, inversión crediticia y financiación ajena no interbancaria, es estructuralmente más importante en cajas y cooperativas que en bancos, siendo el recorte del diferencial de clientes similar en los tres grupos de entidades (alrededor de 35 pb).

La rentabilidad de la cartera de renta fija ha descendido de forma similar en cajas y en bancos, por encima del 1,1 %, manteniéndose por encima en las cajas (5,9 %) que en los bancos (5,3 %). La explicación de esta diferencia hay que buscarla en que los bancos han utilizado en el pasado con más profusión la venta de valores de renta fija adquiridos a tipos de interés más elevados para generar ganancias patrimoniales (11); estos títulos han sido sustituidos por otros con una rentabilidad más reducida.

La rentabilidad de la cartera de renta variable ha caído significativamente en bancos, en tanto que ha aumentado en las cajas, como se ha visto anteriormente al comentar la evolución de los dividendos.

El *efecto estructura* ha sido positivo en todos los grupos de entidades y, especialmente en bancos y cooperativas. En el caso de los bancos el factor principal ha sido el aumento de la operativa con clientes en detrimento de la actividad interbancaria, lo cual ha contrarrestado sobradamente el efecto negativo del cambio estructural dentro de la operativa con clientes, causado por el aumento de la financiación procedente de no residentes y mediante empréstitos que ha anulado el efecto positivo derivado del descenso relativo de los depósitos a plazo y de las cesiones temporales de activos. En las cooperativas el efecto positivo del cambio estructural se ha debido fundamentalmente a los cambios en la operativa pasiva con clientes, en la que pierden peso porcentual los depósitos a plazo y, sobre todo, las cesiones temporales, en favor de las cuentas a la vista. En el activo, el hecho más positivo es el desplazamiento de la inversión interbancaria en favor de la inversión crediticia.

El hecho de que el cambio estructural haya sido menos positivo en las cajas viene explicado por dos factores: por la pérdida de peso en el balance de la inversión en renta fija y por el

aumento, en la estructura del pasivo, de la financiación proveniente de entidades de crédito. Por el contrario, los cambios en la financiación con clientes, entre los que destaca la caída de las cesiones temporales, han tenido un efecto positivo. En este sentido, también ha sido favorable la caída en términos de ATM que han sufrido los depósitos a plazo, aunque en términos absolutos muestran un crecimiento cercano al 9 % (no obstante, este crecimiento, aun siendo importante, es inferior al 21 % que crecen los depósitos a la vista).

El mal comportamiento del margen de intermediación en los bancos en 1999 ha acentuado el hecho de que estos sigan mostrando un margen en términos de ATM sensiblemente inferior al de las otras dos agrupaciones de entidades, lo que se debe a que estas obtienen una rentabilidad algo mayor de sus activos y, especialmente, a que el coste que pagan por sus pasivos es mucho menor.

El mayor coste de los pasivos de los bancos se deriva de la menor participación relativa de los recursos de clientes, que es la vía de financiación más barata. Así, los bancos apenas financian el 50 % de sus activos rentables con los recursos que captan de sus clientes, en tanto que las cajas financian el 80 % y las cooperativas, el 85 %. Por este motivo, los bancos han de recurrir en mayor medida a la financiación interbancaria, que tiene un coste significativamente mayor.

Finalmente, es necesario resaltar el comportamiento que han tenido en los tres grupos de entidades las masas patrimoniales que influyen en este margen. En todas ellas ha disminuido el importe de la financiación neta obtenida a través de la operativa con clientes, aunque este descenso ha sido mucho más importante en bancos (7,4 mm de euros) que en cajas (2,3 mm de euros) o en cooperativas (0,4 mm de euros), y ha aumentado la inversión tanto en la cartera de renta fija como en la de renta variable. Como consecuencia de estas variaciones de saldos, los bancos y las cajas tienen una mayor necesidad de financiación del resto de sectores, de 24,2 mm y de 5,5 mm de euros, respectivamente, en tanto que las cooperativas presentan una menor capacidad de financiación de 0,9 mm (cuadro 6).

Bancos y cajas han compensado su mayor necesidad de financiación, agravada por el importante descenso de la financiación obtenida a través del Banco de España, con el incremento de los recursos sin coste y, fundamentalmente, con el recorte de su inversión neta en el mercado interbancario, particularmente en bancos, por la vía de desinversiones en el mismo.

(11) Véase epígrafe referido a los resultados por operaciones financieras.

3. LOS OTROS PRODUCTOS ORDINARIOS

El resto de productos ordinarios han aportado 7,5 mm de euros a la cuenta de resultados, 290 millones de euros más que en 1998, con una leve caída en términos de balance. No obstante, el crecimiento de estos productos ha sido del 4 %, prácticamente la mitad que en el ejercicio anterior. Esta evolución ha sido, un año más, el resultado de dos efectos contrapuestos, un descenso de los resultados por operaciones financieras (312 millones de euros, el 24 %), y un incremento de los ingresos por comisiones (602 millones de euros, el 10 %), siendo ambas variaciones menores que las de 1998. Parece observarse una ralentización en el ritmo de crecimiento de los ingresos por comisiones, tras las fuertes tasas de crecimiento obtenidas en los años anteriores. El principal motivo se encuentra en la atonía mostrada por los fondos de inversión durante 1999, lo que ha provocado una desaceleración importante en la tendencia fuertemente creciente que los ingresos derivados de las comisiones por la comercialización de productos no bancarios venían presentando en los últimos años.

El grupo de entidades en el que peor han evolucionado estos otros productos ordinarios ha sido el formado por las cajas, donde solo crecen un 3 %, frente al 21 % del año anterior, con una pérdida de 5 pb en términos de balance. La explicación hay que buscarla en el menor crecimiento de los ingresos por comisiones derivados de productos financieros no bancarios y la caída de los ingresos por comisiones por servicios de valores, además del fuerte recorte de los resultados por operaciones financieras, en especial los derivados de la cartera de negociación. El crecimiento en los bancos ha sido del 4 %, que es más del doble que el obtenido en el ejercicio anterior, aumentando ligeramente su importancia en términos de balance. Esta mejora en la evolución de estos productos se ha producido a pesar de ser el grupo de entidades donde menos crecen los ingresos por comisiones y de que los resultados por operaciones financieras han seguido recorriéndose de forma importante, aunque menos que en el ejercicio anterior. Por su parte, las cooperativas son las entidades que mejores resultados presentan, con un aumento del 12 %, aunque con solo una ligera mejora en términos de balance. Este buen comportamiento se ha debido principalmente a los excelentes resultados obtenidos en la cartera de negociación de renta variable, con una mejora del 31 % con respecto al año anterior. Sin embargo, en bancos y cajas esta partida ha experimentado importantes caídas.

3.1. Comisiones

Los ingresos por comisiones han aportado 6,5 mm de euros a la cuenta de resultados de

las entidades de depósito, lo que supone ya el 23 % del margen ordinario y 68 pb en términos de ATM, dos más que en 1998. No obstante, estos datos suponen una desaceleración importante en la evolución fuertemente expansiva de los últimos tres años. En 1999 el incremento de estos ingresos ha sido del 10 %, porcentaje que, aun siendo elevado, es inferior al de años anteriores.

La causa que explica esta evolución ha sido el menor crecimiento de los ingresos obtenidos por *la comercialización de productos no bancarios* que, a su vez, ha sido consecuencia de la pérdida de atractivo sufrida por productos como los fondos de inversión, en los que se ha reducido de forma sustancial el número de nuevos suscriptores. Mucha menor relevancia tienen los ingresos por comisiones derivados de la comercialización de fondos de pensiones y de operaciones de seguros, aunque el crecimiento ha sido algo mayor que el de los fondos de inversión. En total, la cantidad que aportan estos servicios asciende a 2,1 mm de euros, con un crecimiento del 10 %.

El resto de las principales partidas que componen estos ingresos —que son, por orden de importancia, los servicios de cobros y pagos, de valores, de riesgos de firma y las comisiones de disponibilidad— experimentan crecimientos superiores a los de años anteriores. Los factores que explican estos aumentos son los mismos que en líneas generales vienen afectando a estos ingresos durante los últimos años: eliminación de servicios gratuitos, un mayor volumen de actividad en los servicios prestados, y una tendencia a la elevación de las tarifas, en las que varían tanto los mínimos aplicados como el precio en tanto por mil.

Los ingresos por comisiones asociados a *servicios de cobros y pagos* son, un año más, la partida que más aporta al margen ordinario, 3,2 mm de euros, siendo en este ejercicio además la que más crece, el 11 %. Gran parte de este incremento se ha debido a sus dos principales epígrafes, cuentas a la vista y tarjetas, que se han visto favorecidos por la fortaleza de la demanda de consumo por parte de las familias y por el fuerte aumento que han experimentado los fondos depositados en cuentas a la vista. En conjunto, estas dos fuentes de ingresos crecen por segundo año consecutivo un 17 %, alcanzando una cuantía cercana a los 2 mm de euros. El aumento de los precios de los servicios relacionados con las tarjetas de débito, tanto el coste de la emisión de estas tarjetas como el servicio de disposición en cajeros, así como de administración de cuentas corrientes siguen siendo factores explicativos de consideración, aunque de menor importancia

que en años anteriores. Por otro lado, durante 1999 ha continuado extendiéndose el uso de las tarjetas de crédito y de débito, cuyo número ha aumentado en el año en 3,7 millones, hasta superar los 42 millones.

También han crecido de forma significativa (8 %) las comisiones por órdenes de pago (domiciliaciones, transferencias, giros, etc.). Los ingresos por comisiones por negociación de cheques y por negociación de efectos han descendido ligeramente, tras varios años de caídas más importantes. Estos ingresos aportan un 15 % menos que hace cuatro años.

Los ingresos por *servicios de valores*, que apenas se incrementaron en 1998, han crecido este año moderadamente, el 4 %, alcanzando los mil millones de euros. Este incremento se ha debido principalmente al aumento de los ingresos por comisiones por la administración y custodia de valores, cuyas tarifas se han elevado de forma importante durante 1999, tras varios años en los que venían mostrando una gran estabilidad. También han evolucionado favorablemente los ingresos derivados de la gestión de patrimonios. En sentido contrario han evolucionado los ingresos derivados de los servicios de aseguramiento y colocación de valores y de la compraventa de valores, los cuales se han reducido en conjunto un 8 %. Estos servicios, que se habían visto muy favorecidos en el ejercicio anterior por las privatizaciones de grandes empresas públicas y por las importantes ampliaciones de capital, han acusado este año la inestabilidad de los mercados de renta variable.

También han experimentado crecimientos superiores a los de los últimos años los ingresos por *comisiones de disponibilidad* y por *riesgos de firma*, ambos aumentan un 8 %. En estos últimos es destacable el fuerte crecimiento de las comisiones por avales y otras garantías (11 %) como consecuencia del gran desarrollo que está teniendo la actividad hipotecaria.

3.2. Los resultados por operaciones financieras

Los resultados obtenidos por las entidades de depósito en los mercados financieros (cartera de negociación, cartera de inversión de renta fija, operaciones con moneda extranjera y actividad con derivados) han ascendido a mil millones de euros, un 24 % menos que el año anterior (cuadro 8). En los tres últimos años estos resultados se han reducido a la mitad, y han pasado de representar el 8 % del margen ordinario en 1996 a aportar únicamente el 3,5 % en 1999.

En cuanto a la actividad subyacente a estos ingresos, cabe destacar el gran crecimiento de la cartera de inversión ordinaria de renta fija, aunque este crecimiento se ha producido casi exclusivamente en los bancos y, en menor medida, en las cooperativas. Es de destacar que este aumento de la inversión se ha debido a la compra de títulos emitidos por el sector privado tanto residente como, principalmente, no residente.

El cambio de tendencia en los tipos de interés de renta fija, que empezaron a subir en febrero para los plazos más largos y en la segunda mitad del año para los plazos más cortos, la moderación en la subida de las cotizaciones bursátiles y la pérdida de negocio derivada de la desaparición de las divisas integradas en el euro han influido negativamente en los resultados obtenidos en todas las partidas integradas en este epígrafe, excepto en las operaciones de futuro, que, al ser utilizadas normalmente como elementos de cobertura, tienen un carácter compensador.

No obstante, hay que destacar un dato favorable de cara al margen ordinario, y es que el resultado conjunto de los *beneficios derivados de la venta y valoración a precios de mercado de la cartera de negociación*, tanto de renta fija como variable, y de la *operativa en los mercados derivados*, ha sido positivo en 157 millones de euros. Estas dos partidas presentan una fuerte y creciente correlación negativa, debido a que una parte importante de la cartera de negociación es utilizada para cubrir posiciones cortas que las entidades deben tomar en la comercialización de ciertos productos, como es el caso de las distintas modalidades de ahorro garantizado. La evolución de los mercados financieros ha provocado fuertes descensos en los productos de la cartera de negociación [pasando de unos beneficios de 1.097 millones de euros en 1998 a unas pérdidas de 211 millones de euros en el último año (12)], al mismo tiempo que se generaban unos importantes resultados positivos en las operaciones de futuro (368 millones de euros, frente a unas pérdidas de 951 millones de euros en 1998).

La realización de plusvalías derivadas de la *venta de valores de la cartera de inversión ordinaria de renta fija* ha seguido disminuyendo en 1999, siendo su cuantía de 328 millones de euros, 256 millones de euros menos que en 1998, lo que se ha debido, lógicamente, al cambio de

(12) Estas han sido resultado de unas pérdidas en la cartera de renta fija de 472 millones de euros y de unos beneficios en la cartera de renta variable de 261 millones de euros, frente a beneficios de 738 millones de euros y 359 millones de euros, respectivamente, en 1998.

CUADRO 8

Operaciones financieras. Resultados y actividad

	Aportaciones al margen ordinario			Actividad (saldos medios)		
	Millones de euros		Porcentaje sobre ATM	Millones de euros		Porcentaje sobre ATM
	Total	Variación	%	Total	Variación	%
	Entidades de depósito					
Total	989	-312	0,10	-4	20.018	2,11
Cartera de negociación de renta fija	-472	-1.210	-0,05	-13	487	0,22
Cartera de negociación de renta variable	261	-98	0,03	-1	461	0,87
Cartera de inversión ordinaria de renta fija	328	-256	0,03	-4	14.734	0,18
Plusvalías latentes					-2.433	0,15
Minusvalías latentes					1.255	
Operaciones en moneda extranjera	521	-75	0,05	-2		
Operaciones de futuro	368	1.319	0,04	15		
Resto de operaciones financieras	-16	9	0,00	1		
Bancos						
Total	594	-187	0,10	-4	18.257	3,12
Cartera de negociación de renta fija	-437	-1.101	-0,07	-19	365	0,28
Cartera de negociación de renta variable	179	-79	0,03	-1	15.049	0,09
Cartera de inversión ordinaria de renta fija	153	-154	0,03	-2	545	0,13
Plusvalías latentes					770	
Minusvalías latentes						
Operaciones en moneda extranjera	410	-57	0,07	-1		
Operaciones de futuro	312	1.207	0,05	21		
Resto de operaciones financieras	-24	-3	0,00	-1		
Cajas						
Total	355	-129	0,11	-5	1.666	0,50
Cartera de negociación de renta fija	-32	-89	-0,01	-3	48	0,10
Cartera de negociación de renta variable	42	-45	0,01	-2	-633	12,61
Cartera de inversión ordinaria de renta fija	165	-98	0,05	-4	-1.894	0,32
Plusvalías latentes					384	
Minusvalías latentes						
Operaciones en moneda extranjera	105	-17	0,03	-1		
Operaciones de futuro	69	108	0,02	3		
Resto de operaciones financieras	6	11	0,00	1		
Cooperativas						
Total	41	4	0,13	0	95	0,29
Cartera de negociación de renta fija	-4	20	-0,01	-7	150	0,46
Cartera de negociación de renta variable	40	25	0,12	7	3.005	9,25
Cartera de inversión ordinaria de renta fija	11	-4	0,03	-2	143	0,44
Plusvalías latentes					256	
Minusvalías latentes						
Operaciones en moneda extranjera	6	-1	0,02	0		
Operaciones de futuro	-13	3	-0,04	2		
Resto de operaciones financieras	1	1	0,00	-1		

Fuente: Banco de España.

Aportación al beneficio de la cartera de valores

En el cuadro 7 se recoge la aportación total al beneficio de la cartera de valores, distinguiendo entre los resultados ordinarios de las carteras de renta fija y de renta variable y los resultados extraordinarios globales del conjunto de ambas.

En relación con los resultados ordinarios, y por referencia a la cartera de renta fija, se observa que, a pesar del fuerte incremento experimentado por la misma, el descenso de su rentabilidad media se ha traducido en una reducción de su aportación al beneficio, de 32 pb en términos de ATM, hasta situarse en el 0,77 %. A ello ha contribuido la fuerte caída —tanto de los saldos como del rendimiento— de los valores del sector público y los resultados negativos registrados por la cartera de negociación y de rectificación de intereses por operaciones de cobertura, así como el importante descenso de los resultados en ventas de la cartera de inversión ordinaria, cartera que registra unas plusvalías latentes netas de 314 millones de euros. Por entidades, destaca la mayor reducción de la aportación al beneficio de las cajas, con un descenso de 37 pb, hasta situarse, no obstante, en el 0,91 %, por encima de la media, tras registrarse una mayor disminución de resultados en los títulos públicos y unas pérdidas despreciables en la cartera de negociación. Las cooperativas han disminuido su aportación al resultado en menor medida (–23 pb), dadas las menores pérdidas relativas en títulos públicos y cartera de negociación.

Los resultados ordinarios de la cartera de renta variable, del 0,34 % en términos de ATM, se han mantenido prácticamente estables, compensándose el importante crecimiento de la cartera con el descenso de su rentabilidad, fenómeno registrado por igual en las carteras de participaciones, de negociación y de inversión. Las plusvalías latentes netas de la cartera de inversión ordinaria de renta fija ascendía a 2,4 mm de euros. Por entidades destaca la caída en bancos (7 pb), frente al incremento en cajas (5 pb), atribuible a similares comportamientos de los resultados de la cartera de participaciones en el propio grupo.

Adicionalmente, los resultados extraordinarios por amortización y venta de las carteras de participaciones permanentes y de inversión a vencimiento se han visto compensados con los saneamientos y dotaciones a fondos de fluctuación de valores realizados, con mayores saneamientos relativos en el caso de las cajas y cooperativas.

La aportación total al beneficio de ambas carteras ha disminuido un 20 %, con un descenso de 36 pb en términos de ATM, hasta situarse en el 1,11 %. Por grupos, esta aportación ha sido del 1,03 % en bancos, 1,29 % en cajas y 0,81 % en cooperativas.

Existen, además, plusvalías netas en las carteras de participaciones permanentes y de inversión a vencimiento, por un importe de 14,5 mm de euros.

En una pro memoria se han incluido los resultados de las operaciones de futuro, muchas de ellas contratadas en cobertura de las posiciones de estas carteras. Su consideración incrementaría en 4 pb la aportación total al resultado en términos de ATM, situándola en 1,15 %, tras un descenso de 21 pb, un 10,6 % en términos absolutos.

tendencia de los tipos de interés, que reduce las plusvalías latentes anteriores y genera minusvalías latentes en los valores comprados más recientemente. Las plusvalías latentes se han reducido fuertemente, lo que ha afectado especialmente a las cajas, donde eran bastante importantes y, en cambio, han surgido unas minusvalías latentes, que prácticamente no existían en el año anterior.

Por último, la desaparición de las monedas integradas en el euro ha causado un nuevo descenso de los resultados obtenidos por *operaciones en moneda extranjera*, especialmente los resultados por diferencias de cambio. No obstante, la caída de este año ha sido del

13 %, inferior a la del año anterior, con un recorte de 2 pb en términos de balance.

4. LOS GASTOS DE EXPLOTACIÓN

Los gastos de explotación del conjunto de entidades de depósito presentan, por segundo año consecutivo, una clara desaceleración en el ritmo de crecimiento en casi todas sus partidas. Estos gastos han crecido un moderado 3,2 %, con un recorte de su porcentaje sobre balance de 5 pb, hasta el 1,96 %, lo que ha supuesto traspasar, por primera vez, la barrera del 2 % (cuadro 9). Sin embargo, el menor crecimiento del margen ordinario ha supuesto que la *ratio* de eficiencia, es decir, el porcentaje

de dicho margen que las entidades destinan a gastos de explotación, haya empeorado en más de medio punto porcentual, hasta el 65,5 %.

Todos los grupos de entidades han logrado reducir el ritmo de crecimiento de sus gastos de explotación, con un aumento moderado en bancos (2 %) y algo más expansivo en cajas (4,7 %) y en cooperativas (5,4 %). Sin embargo, estos dos últimos grupos de entidades son los que experimentan una mayor caída de sus gastos de explotación en términos de balance, 14 pb y 13 pb, respectivamente, mientras que el reducido crecimiento de actividad de los bancos repercute en una ligera caída de 2 pb. La *ratio* de eficiencia experimenta un empeoramiento destacado en bancos (1,2 pp) y leve en las cajas (0,2 pp), en tanto que mejora de forma importante en las cooperativas (3,5 pp). Como consecuencia de ello, se amplían las diferencias que esta *ratio* presenta entre los tres grupos de entidades, para situarse en el 61 % en las cooperativas, el 64 % en cajas y el 67 % en bancos.

Los dos grandes componentes de los gastos de explotación, los gastos de personal y los gastos generales, han reducido su ritmo de crecimiento, mientras que la partida de amortizaciones y saneamiento de inmovilizado es la única que crece algo más que el año anterior.

La partida que más ha contribuido a la contención de los gastos de explotación ha sido la de gastos generales, que solo han aumentado el 3 %, menos de la mitad que el aumento de 1998. Esto ha sido posible gracias a la fuerte disminución del crecimiento de los gastos en informática y comunicaciones (desde el 18 % de 1998 hasta el 5 % actual), después de que en el año anterior se realizara una importante inversión para la necesaria adaptación de los procesos informáticos al lanzamiento del euro, situación que fue aprovechada por gran parte de las entidades para solucionar al mismo tiempo todos aquellos problemas relacionados con el llamado «efecto del año 2000», que no ha sido necesario repetir en 1999. También ha contribuido al bajo crecimiento de estos gastos el descenso en los de publicidad y propaganda (2 %) y la estabilidad de los gastos en inmuebles, instalaciones y material, que únicamente crecen un 0,3 %.

Los gastos de personal se mantienen en una tendencia de crecimiento moderado (3,3 %), con un fuerte repunte de las dotaciones a los fondos de pensiones, que crecen el 30 %, donde destaca el crecimiento de las dotaciones realizadas a los fondos internos. El discreto crecimiento del gasto correspondiente

a sueldos y salarios (2,9 %) ha sido debido tanto a la estabilización en el número de empleados como al ligero crecimiento del gasto por empleado (2,7 %), al mismo tiempo que la *ratio* que mide los recursos de clientes por empleado aumenta casi un 9 %. La situación descrita es en rasgos generales común a los tres grupos de entidades, pese a las diferencias en cuanto al crecimiento de plantillas, que disminuye un 2 % en los bancos, mientras que crece un 3 % en las cajas y un 4 % en las cooperativas. Para el total de entidades el crecimiento ha sido solo del 0,2 %.

El aumento del número de oficinas ha sido de 297, lo que supone una significativa ralentización en el ritmo de expansión, pese a lo cual el número de empleados por oficina disminuye un año más. Las diferencias en cuanto a la evolución del número de oficinas entre los tres grupos de entidades reproduce las desigualdades en la evolución de los gastos y empleados señaladas en los párrafos precedentes y mantiene las tendencias de años anteriores: crecimientos en las cajas (723, 4 %) y en las cooperativas (133, 4 %), en tanto que los bancos reducen su número de oficinas de forma significativa (559, -3 %), tras varios años de crecimientos moderados.

5. DEL MARGEN DE EXPLOTACIÓN AL RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS

El margen de explotación ha experimentado en el ejercicio un estancamiento en valor absoluto, lo que le ha supuesto un amplio recorte en términos de balance, hasta situarse muy cerca del umbral del 1 %. Esto ha sido así porque el aumento de los gastos de explotación casi ha compensado totalmente la mejora conseguida en el margen ordinario.

Este estancamiento del margen de explotación, donde se recogen las partidas directamente relacionadas con la actividad normal de las entidades, es preocupante y obliga a valorar con cautela los buenos resultados antes de impuestos obtenidos por las entidades. Esto es así porque, como se verá, este crecimiento se explica en su totalidad por elementos excepcionales que, cabe esperar, no se repetirán en el futuro.

El efecto conjunto de los diferentes conceptos que integran el bloque final entre el margen de explotación y el resultado antes de impuestos ha sido muy positivo, porque, aunque ha supuesto una detracción de recursos de 863 millones de euros, esta ha sido casi la mitad a la producida el año anterior, que fue de 1.609 millones de euros. Este hecho ha sido especialmente favorable en bancos, donde la detracción de re-

Gastos generales											CUADRO 9
Millones de euros y %											
	Entidades de depósito			Bancos			Cajas			Cooperativas	
	Importe	% s/ ATM	% Δ anual	Importe	% s/ ATM	% Δ anual	Importe	% s/ ATM	% Δ anual	Importe	% s/ ATM
GASTOS GENERALES	18.584	1,96	3,2	10.254	1,75	2,0	7.497	2,25	-4,7	832	2,56
											5,4
Gastos de personal	11.246	1,18	3,3	6.285	1,07	1,6	4.489	1,35	5,5	472	1,45
											5,7
Sueldos y salarios	10.436	1,10	2,7	5.789	0,99	1,6	4.194	1,26	3,9	453	1,39
											6,5
Fondo de pensiones	362	0,04	30,0	208	0,04	5,9	148	0,04	98,9	7	0,02
											-17,8
Resto	448	0,04	0,2	288	0,00	-1,2	147	0,05	3,7	13	0,04
											-5,3
Generales y tributos	5.613	0,59	3,0	3.162	0,54	2,7	2.171	0,65	3,2	280	0,86
											4,0
Inmuebles, instalaciones y materiales	1.251	0,13	0,3	698	0,12	-0,8	494	0,15	1,2	59	0,18
											5,9
Informática y comunicaciones	1.847	0,19	4,9	1.041	0,18	2,9	727	0,22	8,2	79	0,24
											3,1
Publicidad y propaganda	580	0,06	-1,5	258	0,04	-2,9	292	0,09	-1,3	30	0,09
											9,8
Otros gastos generales	1.542	0,16	6,3	881	0,15	9,9	579	0,17	2,0	83	0,26
											0,8
Contribuciones e impuestos	225	0,02	-7,7	140	0,02	-11,4	79	0,02	-0,2	6	0,02
											-6,7
Contribuciones al FGD	168	0,02	4,2	144	0,02	3,8	0	0,00	-68,9	23	0,07
											11,4
Amortizaciones	1.725	0,18	3,5	808	0,14	2,4	837	0,25	4,1	80	0,25
											8,4

Fuente: Banco de España.

CUADRO 10

Desglose de partidas por debajo del margen de explotación

	Entidades de depósito				Bancos				Cajas				Cooperativas			
	1999		Variación		1999		Variación		1999		Variación		1999		Variación	
	Millones de euros	% s/ ATM	Millones de euros	Millones de euros	Millones de euros	% s/ ATM	Millones de euros	Millones de euros	Millones de euros	% s/ ATM	Millones de euros	Millones de euros	Millones de euros	% s/ ATM	Millones de euros	Millones de euros
Cartera de inversión ordinaria de renta fija	-13	0	-20	26	0		28	-36	-0,01	-4	-0,01	-4	-0,01	-4	-4	-4
Dotaciones netas	-13	0	-20	26	0		28	-36	-0,01	-4	-0,01	-4	-0,01	-4	-4	-4
Cartera de inversión ordinaria de renta variable	556	0,06	90	81	0,01	0,01	-26	473	0,14	2	0,01	128	0,01	2	-14	-14
Venta y amortizaciones	672	0,07	81	100	0,02	0,02	-29	561	0,17	11	0,04	118	0,04	11	-11	-11
Dotaciones netas	-116	-0,01	9	-18	0	0	3	-89	-0,03	-9	-0,03	10	-0,03	-9	-4	-4
Plusvalías latentes	2.733		991	1.428			1.018	1.249		56		-52		56	24	24
Minusvalías latentes	360		84	106			35	242		12		42		12	7	7
Participaciones permanentes y cartera de inversión a vencimiento	27	0	-58	100	0,02	0,02	47	-58	-0,02	-15	-0,05	-88	-0,05	-15	-16	-16
Venta y amortizaciones	706	0,07	-583	610	0,10	0,10	-458	96	0,03	0	0	-124	0	0	0	0
Dotaciones netas	-679	-0,07	525	-510	-0,09	-0,09	505	-153	-0,05	-16	-0,05	36	-16	-16	-16	-16
Plusvalías latentes	18.488		-948	9.360			-1.133	9.040		88		226		88	-42	-42
Minusvalías latentes	3.963		1.218	3.123			865	828		12		343		12	10	10
SUBTOTAL: CARTERA DE VALORES	570	0,06	12	208	0,04	0,04	49	380	0,11	-4	-0,05	-4	-0,05	-18	-35	-35
Venta de inmuebles	341	0,04	29	62	0,01	0,01	-37	267	0,08	12	0,04	63	0,04	12	3	3
Saneamientos netos de créditos y riesgo-país	-1.253	-0,13	161	-723	-0,12	-0,12	32	-517	-0,16	-13	-0,04	76	-13	-13	53	53
Dotaciones netas a otros fondos específicos	-219	-0,02	629	14	0	0	329	-195	-0,06	-39	-0,12	320	-39	-39	-20	-20
Otros resultados	-302	-0,04	-84	-34	-0,01	-0,01	194	-242	-0,07	-25	-0,07	-269	-25	-25	-10	-10
TOTAL	-863	-0,09	746	-473	-0,08	-0,08	568	-307	-0,10	-83	-0,24	186	-83	-83	-9	-9
PRO MEMORIA: SALDOS DE BALANCE																
Cartera de renta fija:	103.274	10,87	13.855	58.294	9,97	9,97	14.797	41.975	12,61	-1.320	9,25	3.005	-1.320	3.005	379	379
Inversión ordinaria	26.539	2,79	-2.999	16.385	2,80	2,80	-3.249	9.479	2,85	276	2,08	675	276	675	-27	-27
Inversión a vencimiento																
Cartera de renta variable:	9.214	0,97	3.609	4.121	0,70	0,70	2.706	4.826	1,45	855	0,82	266	855	266	47	47
Inversión ordinaria	32.673	3,44	3.186	22.497	3,85	3,85	1.788	9.989	3	1.388	0,58	187	1.388	187	10	10
Participación permanente																

Fuente: Banco de España.

Fuente: Banco de España.

curso ha pasado a representar solo 8 pb en términos de balance, frente a 19 pb el año anterior, y en cajas (10 pb, frente a 17 pb un año antes). Por su parte, en las cooperativas la detracción de recursos ha sido algo mayor (cuadro 10).

Este diferente comportamiento se debe a que tanto los bancos como las cajas han reducido drásticamente sus dotaciones netas a los otros fondos específicos, lo que no ha ocurrido en las cooperativas, donde han aumentado. Además, los bancos han podido reducir fuertemente sus dotaciones netas a la cartera de participaciones permanentes, compensadas parcialmente por unos menores resultados obtenidos de la venta de valores incluidos en esta cartera. Por su parte, las cajas han mejorado sus resultados por la venta de inmuebles y por la venta de valores incluidos en la cartera de inversión de renta variable, compensado, asimismo, en este último caso, por el aumento de las dotaciones netas a esta cartera. Los bancos han visto recortados los resultados obtenidos por estos dos conceptos. Todos los grupos de entidades han reducido sus saneamientos de créditos. En el caso de las cooperativas, este último ha sido el único concepto que ha mejorado, habiendo obtenido resultados peores en el resto de partidas incluidas debajo del margen de explotación.

Las dotaciones netas a otros fondos específicos han experimentado un drástico recorte, siendo cuatro veces menores que las realizadas en 1998 y seis veces menores que las de 1997, año en el que estas dotaciones fueron excepcionalmente elevadas. Esta evolución se ha debido tanto al descenso de las dotaciones como al aumento de las recuperaciones. Estas partidas varían mucho en función de las diversas circunstancias concretas que puedan darse en cada entidad cada año.

En este ejercicio, los resultados relacionados con las carteras de renta variable que se integran en este bloque han estado muy vinculados a las estrategias seguidas por cada grupo de entidades en los diferentes momentos del año, dada la evolución tan especial que, como se ha visto, han tenido los mercados bursátiles. Así, han aumentado globalmente los resultados por la venta de valores incluidos en la cartera de inversión, pero este aumento se ha producido únicamente en las cajas. Sin embargo, estos resultados han disminuido en bancos y en cooperativas, entidades que han aumentado sustancialmente sus inversiones en esta cartera.

Las entidades han recortado mucho los resultados obtenidos por la venta de valores incluidos en sus carteras de participaciones permanentes, que han pasado a representar 7 pb

en términos de balance, frente al doble un año antes. Este descenso, que ha afectado tanto a bancos como a cajas, solo puede explicarse por las políticas concretas de compra-venta llevadas a cabo por las distintas entidades, en muchos casos no coincidentes, y que se pueden deber a la distinta percepción que puedan tener las entidades sobre cuáles son sus inversiones estratégicas o al deseo de realizar las plusvalías generadas por inversiones que se consideren suficientemente maduras. Todos los grupos de entidades están aumentando sustancialmente sus inversiones en valores incluidos en esta cartera.

Asimismo, las entidades han disminuido fuertemente las dotaciones netas a la cartera de participaciones permanentes y cartera de inversión a vencimiento, en 525 millones de euros, hasta los 679 millones de euros. Sin embargo, debe tenerse en cuenta que, aun así, las dotaciones netas doblan las efectuadas en 1997. Debe recordarse que, en este caso, los saneamientos deben hacerse considerando la situación de la entidad participada, es decir, la evolución de su valor teórico contable, la amortización del fondo de comercio, en su caso, y la posible depreciación de la moneda local en que se haya hecho la inversión, si es distinta de la peseta. Esto sucedió en 1998, cuando la depreciación de las monedas locales latinoamericanas en las que las entidades españolas hicieron fuertes inversiones las obligó a hacer dotaciones muy elevadas, que han debido mantenerse en 1999 en la medida en que dichos tipos de cambio no se han recuperado. En 1999 se han mantenido las dotaciones brutas en niveles elevados, en gran medida porque las entidades han seguido manteniendo la política conservadora de amortizar aceleradamente sus fondos de comercio. Sin embargo, el hecho diferencial más significativo es el importante volumen de recuperaciones de estos fondos, debido, fundamentalmente, a la decisión tomada por varias entidades de vender alguna de sus participaciones permanentes que habían sido previamente objeto de provisión.

Los saneamientos de créditos han seguido teniendo una evolución favorable para las entidades. Han disminuido en 161 millones de euros, debido a que han sido necesarios 352 millones de euros menos de dotaciones, tanto en las dotaciones por insolvencias como por riesgo-país. Sin embargo, también han dismi-

(13) Las recuperaciones de insolvencias han caído a su nivel más bajo de los últimos años, lo que se explica por la baja *ratio* de morosidad observada. Sin embargo, las recuperaciones por riesgo-país han aumentado significativamente (107 millones de euros), tras el aumento de las dotaciones del año anterior.

nuido las recuperaciones (161 millones de euros) (13). Por su parte, las recuperaciones de activos en suspenso se han mantenido a un nivel elevado, aunque sin variaciones significativas. Estos saneamientos han detraído 1,3 mm de euros, el 13 % del margen de explotación, 1 pp menos que el año anterior. En términos de ATM han supuesto 13 pb, 3 pb menos que el año anterior. Sin embargo, estos recortes están siendo menores cada año lo que parece mostrar que, quizás, se esté llegando al nivel mínimo posible de dotaciones. Además, las entidades verán previsiblemente incrementar dichas dotaciones en el futuro, especialmente con la entrada en vigor de la Circular 9/1999 y la consiguiente necesidad de dotar la llamada «provisión estadística».

La calidad de la cartera crediticia sigue siendo muy elevada, con una *ratio* de morosidad que se sitúa en un mínimo histórico del 1,2 % de los riesgos totales, con un descenso de los riesgos dudosos del 16 %, inferior al del año anterior, y un aumento de los riesgos totales, también del 16 % (cuadro A.8).

La *ratio* de cobertura de los riesgos dudosos (fondos de insolvencias dividido por riesgos dudosos) supera claramente el 140 %, debido a que las normas contables obligan a hacer coberturas genéricas por el conjunto de los riesgos asumidos, con el objeto de cubrir posibles dudosos no detectados o contabilizados como tales, así como posibles contingencias futuras.

En el bloque final se integran también las dotaciones extraordinarias a los fondos de pensiones internos y externos, que han aumentado mucho en las cajas, alrededor de 20 millones de euros en los dos casos sobre el importe de 1998. Ello se debe a la variación de sus condiciones financieras y al endurecimiento de los criterios actuariales siguiendo criterios de prudencia.

El resultado antes de impuestos ha crecido el 9,1 %, que puede considerarse como una tasa elevada, similar a la del año anterior. Ha mejorado ligeramente (3 pb) su importancia en términos de ATM, hasta situarse en los 0,94 pp.

6. LA APLICACIÓN DE RESULTADOS

El impuesto sobre beneficios ha representado el 21,4 % de los resultados antes de impuestos, con un aumento de casi 2 pp con respecto al año anterior. Este aumento se ha producido, además, con un sustancial descenso de las bases imponibles negativas y de las deducciones fiscales pendientes de compensar.

Con todo esto, los resultados después de impuestos han crecido el 7 %, que es la tasa más baja de los últimos años. Aun así, los resultados han mantenido su peso en términos de balance.

La *aplicación de resultados* de los diferentes grupos de entidades está fuertemente influida por su distinta naturaleza societaria (cuadro A.10).

El porcentaje de beneficio distribuible que los bancos dedican a dividendos ha aumentado sustancialmente, hasta acercarse al 70 %, que es el nivel más elevado de los últimos años y que puede estar influido por el deseo de las entidades de buscar un buen trato para sus accionistas que finalmente tenga una repercusión positiva en su cotización bursátil. Como consecuencia de esto, el porcentaje dedicado a reservas cae por primera vez en los últimos años por debajo del 30 %, con una caída en valor absoluto de 208 millones de euros (el 16 %), lo que puede relacionarse con los importantes excesos de recursos propios que presentan las entidades nacionales. El resto de conceptos (variación del remanente y los resultados asignados a otros fines) siguen teniendo una importancia residual.

La estructura de distribución de resultados de las cajas se mantiene un año más sin variaciones significativas, aunque con un ligero aumento del porcentaje asignado a reservas, hasta más del 74 %, y un recorte del asignado a la Obra Benéfico-Social, hasta algo menos del 26 %.

Los porcentajes asignados por las cooperativas también están mostrando bastante estabilidad en los últimos años. En 1999 se puede apreciar un ligero aumento del porcentaje asignado a su obra social a costa del asignado a reservas, que se mantiene en un porcentaje cercano al 80 %.

7. BANCOS

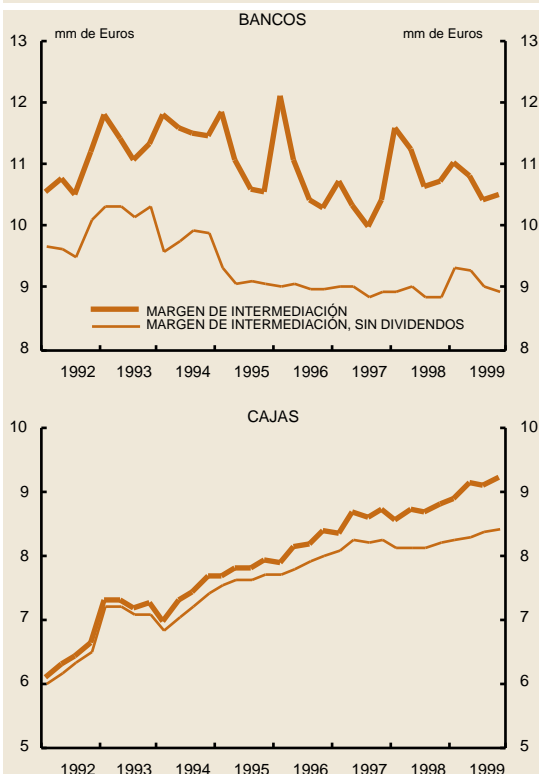
7.1. Resultados individuales

Los resultados después de impuestos del conjunto de los bancos han aumentado un moderado 4,5 %, que es casi la mitad del crecimiento logrado el año anterior, con una ligera mejora en términos de balance, hasta los 62 pb. Sin embargo, si se eliminan de los mismos los dividendos percibidos de bancos español-

(14) Véase nota (1).

GRÁFICO 4

Margen de intermediación (efecto de los dividendos)
Valor absoluto (anualizado)



Fuente: Banco de España.

les (14), los resultados de los bancos han crecido el 8,6 % (cuadro A.1.2).

El análisis del comportamiento de los diferentes márgenes que componen la cuenta de resultados individual de los bancos en este año muestra una visión poco positiva. La caída del margen de intermediación en valor absoluto arrastra al margen ordinario a un crecimiento nulo, dado que los ingresos por comisiones han crecido a un ritmo menor que en años anteriores y que los resultados obtenidos por sus operaciones financieras han sido malos y, aunque las entidades han logrado contener satisfactoriamente sus gastos de explotación, el margen de explotación muestra una caída de más del 3 %. De esta manera, el aumento de los resultados lo obtienen las entidades de las partidas que se sitúan por debajo del margen de explotación, en especial por los menores saneamientos realizados. Es necesario destacar que estas partidas, por su naturaleza, no tienen un carácter

recurrente, por lo que puede que no se repitan en el futuro.

El *margen de intermediación* no ha tenido un buen comportamiento en el año, con una caída de 166 millones de euros, lo que ha supuesto un recorte de 8 pb en términos de balance (15). Los motivos de este descenso hay que buscarlos, en primer lugar, en el escaso crecimiento de la actividad que han tenido estas entidades en el año, menos del 3 %, por lo que el efecto cantidades es inferior al del año anterior. En segundo lugar, ha influido negativamente el efecto precios, con una caída de la rentabilidad media de sus activos superior al descenso del coste medio de sus pasivos, de manera que el diferencial total disminuye en 6 pb. Sin embargo, han afectado positivamente al margen los cambios estructurales producidos hacia los activos más rentables y el resultado neto de las rectificaciones por operaciones de cobertura, que fue negativo en 1998 y que ha sido positivo en 1999 (cuadros 4 y 5).

Los *otros productos ordinarios* crecen el 4 %, bastante más que el año anterior, porque, aunque las comisiones han crecido a un ritmo menos fuerte, los resultados por operaciones financieras han descendido mucho menos que un año antes. Entre estos resultados destaca el fuerte aumento de los resultados por operaciones de futuro, que tuvieron un signo negativo el año anterior, aunque han sido prácticamente compensados por el importante descenso de los resultados de la cartera de negociación, en especial de la de renta fija, que ha tenido signo negativo este año. Esta compensación de resultados se viene registrando dado el carácter de elementos de cobertura que tienen entre sí gran parte de las operaciones de futuro y de la cartera de negociación. Han disminuido los resultados por la venta de valores de la cartera de inversión de renta fija, con un fuerte aumento de la inversión en la misma y, además, con un importante recorte de las plusvalías latentes y un fuerte aumento de las minusvalías latentes, por el cambio de tendencia de los tipos de interés. Los resultados por operaciones en moneda extranjera han descendido por segundo año consecutivo también por la estabilidad mostrada por los mercados cambiarios en el año (cuadro 8).

Los ingresos por comisiones han crecido casi el 10 %, casi la mitad que el crecimiento del año anterior. Los ingresos por servicios de cobros y pagos, que es la partida más importante en volumen, han seguido aumentando a un ritmo elevado por el fuerte impulso de los ingresos relacionados con las cuentas a la vista y con las tarjetas. Los ingresos por servicios de

(15) Sin embargo, si se eliminan los dividendos del margen de intermediación, por los motivos señalados al explicar los resultados del conjunto de entidades de depósito, este margen ha crecido casi el 1 %.

valores han crecido casi el 8 %, inferior al de los dos años anteriores, debido a que el fuerte aumento de los ingresos por administración y custodia se han visto compensados por el descenso en los ingresos por aseguramiento y colocación de valores y por compraventa de valores. Finalmente, los ingresos por la comercialización de productos financieros no bancarios, donde desempeñan un papel fundamental los de participaciones de fondos de inversión, han seguido siendo muy importantes, más del 30 % de los ingresos totales por comisiones (cuadro A.4).

Como consecuencia de todos estos factores, el margen ordinario se estanca en valor absoluto y se recorta en 7 pb en términos de balance.

Los *gastos de explotación* crecen moderadamente, 2 %, como consecuencia de las políticas de contención de gastos establecidas por las entidades como una medida de defensa ante el estrechamiento de los márgenes. Los gastos de personal han crecido moderadamente, incluso a una tasa inferior a la del año anterior, en particular los correspondientes a sueldos y salarios, favorecido por el descenso en el número de empleados, con un aumento del gasto medio por empleado del 3 %, hasta llegar a superar al de las cajas y situarse en casi 47 millones de euros. El aumento de los gastos de personal por pensiones se ha producido exclusivamente en las dotaciones a los fondos internos, mientras que las aportaciones a los fondos externos se han reducido ligeramente.

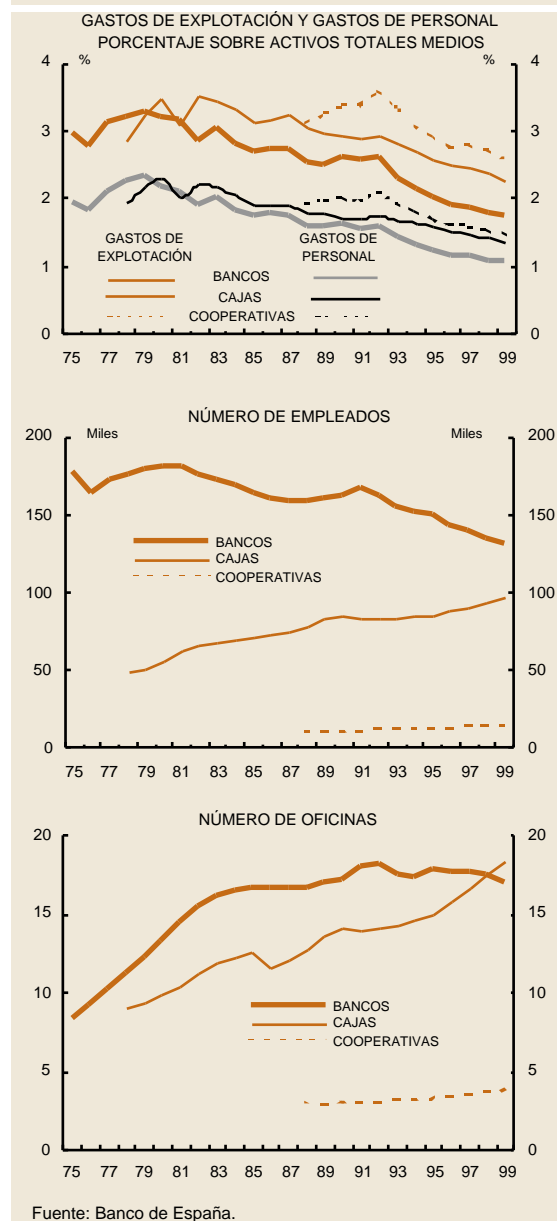
Por su parte, los gastos generales han tenido un comportamiento mucho menos expansivo que en el año anterior, debido a que los gastos en informática y comunicaciones han crecido más suavemente y al recorte de los gastos en publicidad y propaganda y en las contribuciones e impuestos. El aumento de las contribuciones al fondo de garantía de depósitos (4 %) se explica por el crecimiento de los pasivos sobre el que se calculan. Las amortizaciones han seguido creciendo a un ritmo moderado similar al del año anterior, con un ligero aumento de la tasa media de amortización del activo fijo neto, aumento que ha sido más importante en la del mobiliario y equipo informático (cuadros A.7 y A.8).

El *margen de explotación* disminuye más de un 3 % en valor absoluto, situación que ya se produjo, aunque con un porcentaje más pequeño, en 1997.

Finalmente, las partidas del *bloque final* por debajo del margen de explotación han tenido un comportamiento muy favorable, incluso mejor que en años anteriores, con una detracción de recursos que ha sido la mitad en términos de

GRÁFICO 5

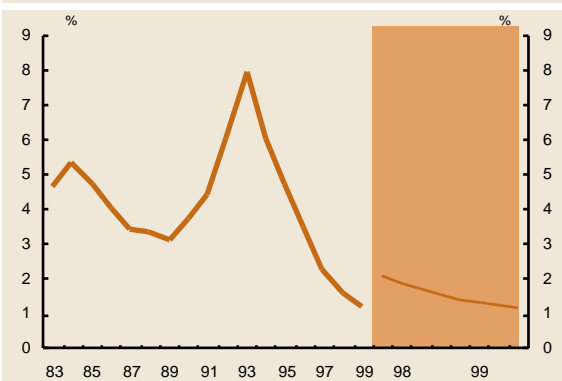
Gastos de explotación, gastos de personal, empleados y oficinas



ATM. De esta manera, los resultados antes de impuestos consiguen crecer más del 9 %, que es una tasa superior a la obtenida el año anterior, cuando el margen de explotación creció el 3 %.

Son rasgos destacados del mismo, el fuerte aumento de las recuperaciones de los otros fondos específicos, que, junto con el importante descenso de las dotaciones a los mismos, han provocado una pequeña recuperación neta, frente a una fuerte dotación neta (330 millones de euros) el año anterior.

GRÁFICO 6

Ratio de dudosos de entidades de depósito

Fuente: Banco de España.

Este año han mejorado (100 millones de euros) los resultados derivados de la cartera de participaciones permanentes, la que tradicionalmente tiene más importancia en bancos, entre las de renta variable, si se tienen en cuenta tanto los beneficios obtenidos por la venta de los valores incluidos en esta cartera, que han disminuido en 458 millones de euros, como las dotaciones netas a la misma, que lo han hecho en 505 millones de euros. Los bancos han movido menos esta cartera que el año anterior para la obtención de plusvalías y, por contra, han debido hacer menos dotaciones y han aumentado de forma importante las recuperaciones de dotaciones hechas en años anteriores.

Los resultados netos derivados de la cartera de inversión ordinaria de renta variable se han mantenido sin variaciones significativas, debido a que, aunque se han recortado los resultados obtenidos por la venta de valores incluidos en esta cartera, con un importante aumento de la inversión en la misma, también lo han hecho, en un importe similar, las dotaciones netas a la misma, fundamentalmente por la vía del aumento de las recuperaciones de dotaciones de años anteriores.

La mejora que, un año más, se ha producido en la calidad de la cartera crediticia, con una tasa de morosidad sobre riesgos que se sitúa en niveles muy bajos, ya cerca del umbral del 1 %, ha permitido una nueva disminución de los saneamientos, aunque a una tasa porcentual sensiblemente inferior a la de los años anteriores. Este descenso se ha producido porque las entidades han podido reducir las dotaciones, tanto por insolvencias como por riesgo-país, porque han aumentado las recuperaciones de activos en suspenso y porque han aumentado las recuperaciones de fondos de riesgo-país. Sin embargo, las recuperaciones de fondos de insolvencias han

disminuido de forma importante. En términos de balance, estos saneamientos han disminuido ligeramente su importancia, manteniéndose en los bancos claramente por debajo de las cajas. Finalmente, los otros resultados de personal no experimentan cambios significativos, en tanto que se produce una sustancial mejora (158 millones de euros) en el concepto residual de «resultados atípicos», por el fuerte descenso producido en algunas entidades concretas de los otros quebrantos netos de otros productos.

7.2. Cuentas consolidadas

La estrategia que está siguiendo desde hace algunos años la mayor parte de los grandes bancos españoles de incorporar a sus grupos otras entidades de crédito extranjeras, muchas de ellas con un importante volumen de actividad, está teniendo efectos positivos sobre sus resultados consolidados. En efecto, el análisis de los resultados consolidados del agregado de bancos muestra unos márgenes claramente superiores, en términos de balance, respecto a los de las cuentas individuales, con un crecimiento más rápido de la actividad (16).

Los resultados antes de impuestos de los grupos bancarios consolidados han crecido más del 18 %, con un aumento de su volumen de negocio, medido por sus ATM, del 4 %, crecimiento inferior al del año anterior, que fue del 10 %. De esta manera, su rentabilidad sobre activos medios se ha elevado hasta los 1,13 pp, con un aumento de 13 pb. Este aumento es muy superior al que se ha producido en el agregado de entidades individuales, lo que ha aumentado la diferencia de rentabilidades entre ambas presentaciones, que alcanza ya los 35 pb a favor de los resultados consolidados. Sin embargo, la mayor incidencia que normalmente está teniendo el impuesto sobre beneficios en las cuentas consolidadas ha recortado esa diferencia, de forma que el resultado consolidado después de impuestos supera al individual en 23 pb, ascendiendo a 7,4 mm de euros. La rentabilidad de los resultados consolidados totales sobre los recursos propios ha sido en 1999 de casi el 17 %, frente al 15,7 % del año anterior (cuadro 11).

(16) Los activos totales medios del consolidado superan a los del individual en un 12 %, mientras que en 1998 y 1997 eran mayores en alrededor del 10 %, y porcentajes mucho más pequeños en los años anteriores.

(17) Los recursos propios del grupo se definen igual que en la presentación individual, es decir, como el capital del grupo (neto de acciones en cartera y accionistas), reservas del grupo (netas de resultados negativos de ejercicios anteriores) y fondo para riesgos bancarios generales. De esta manera se pueden comparar las ratios obtenidas a partir de las dos presentaciones.

Cuenta de resultados consolidada. 1999										CUADRO 11	
Millones de euros											
	Total entidades de depósito			Total banca			Total cajas			Total cooperativas	
	Importe	% sobre balance	% anual Δ	Importe	% sobre balance	% anual Δ	Importe	% sobre balance	% anual Δ	Importe	% sobre balance % anual Δ
Productos financieros	60.229	5,85	-3,9	42.191	6,42	-1,6	16.397	4,82	-9,0	1.641	5,05
De inversiones crediticias	36.564	3,55	-4,0	24.349	3,71	-3,6	10.988	3,24	-4,8	1.217	3,74
Cartera de renta fija	11.772	1,14	-3,4	8.316	1,27	2,3	3.228	0,95	-15,3	228	0,70
Cartera de renta variable	1.365	0,13	14,4	836	0,13	13,5	517	0,15	17,0	12	0,04
De entidades de crédito	7.290	0,71	-31,2	5.511	0,84	-32,8	1.636	0,48	-23,9	144	0,44
De Banco de España y otros BC	539	0,05	286,8	401	0,06	320,4	117	0,03	316,9	21	0,06
Rect. por operaciones cobertura y otros	2.753	0,27	385,9	2.834	0,43	445,2	-101	-0,03		21	0,06
Costes financieros	-33.636	-3,27	-10,3	-26.224	-3,99	-5,7	-6.913	-2,03	-23,1	-498	-1,53
Acreedores	-14.992	-1,46	-21,3	-9.691	-1,48	-17,5	-4.852	-1,43	-27,5	-449	-1,38
De depósitos	-11.690	-1,14	-15,8	-7.658	-1,17	-11,8	-3.611	-1,06	-22,1	-421	-1,30
De cesiones otros residentes	-3.302	-0,32	-36,2	-2.033	-0,31	-33,7	-1.241	-0,37	-39,6	-28	-0,08
De empréstitos y valores negociables	-5.311	-0,52	17,7	-4.604	-0,70	19,4	-707	-0,21	7,6	-0	-0,00
De entidades de crédito	-9.603	-0,93	-19,5	-8.271	-1,26	-21,5	-1.289	-0,38	-2,8	-43	-0,13
De bancos centrales	-551	-0,05	-44,0	-470	-0,07	-33,6	-78	-0,02	-70,5	-3	-0,01
Rect. por operaciones cobertura y otros	-3.042	-0,30	244,7	-3.127	-0,48	244,3	84	0,02	272,7	1	0,00
Coste imputado de FPI	-232	-0,02	6,7	-150	-0,02	10,3	-78	-0,02	0,3	-4	-0,01
Margen de intermediación	26.594	2,58	5,6	15.967	2,43	5,9	9.484	2,79	5,0	1.143	3,52
Otros productos ordinarios	11.667	1,13	9,0	8.421	1,28	10,7	3.006	0,88	4,3	239	0,74
Comisiones netas	10.373	1,01	12,9	7.568	1,15	13,1	2.604	0,77	12,1	201	0,62
Operaciones con moneda extranjera	599	0,06	-32,1	472	0,07	-35,8	121	0,04	-12,9	6	0,02
Otras operaciones financieras	700	0,07	10,1	383	0,06	108,8	282	0,08	-33,3	35	0,11
Margen ordinario	38.261	3,72	6,6	24.388	3,71	7,5	12.490	3,67	4,8	1.382	4,25
Gastos de explotación	-25.223	-2,45	5,6	-16.213	-2,47	4,8	-8.173	-2,40	7,2	-637	-2,57
Personal	-14.575	-1,42	5,5	-9.238	-1,41	4,4	-4.862	-1,43	7,8	-475	-1,46
Generales y tributos	-8.104	-0,79	4,1	-5.412	-0,82	3,2	-2.409	-0,71	6,1	-282	-0,87
Amortizaciones	-2.544	-0,25	11,0	-1.562	-0,24	13,6	-902	-0,27	6,9	-80	-0,25
Margen de explotación	13.038	1,27	8,6	8.175	1,24	13,4	4.317	1,27	0,7	545	1,68
Rendimientos netos de sociedades puestas en equivalencia	1.175	0,11	34,5	660	0,10	23,4	513	0,15	52,4	2	0,01
Amort. del fondo comercio consolidado	-1.644	-0,16	19,8	-1.448	-0,22	25,6	-196	-0,06	-10,6	-0	-0,00
Rendimientos por operaciones del grupo	2.055	0,20	26,3	1.939	0,30	34,0	116	0,03	-35,5	0	-0,00
Venta de valores e inmuebles	1.554	0,15	17,2	688	0,10	0,3	845	0,25	38,9	20	0,06
Saneamientos de crédito y riesgo-país	-2.569	-0,25	2,7	-2.016	-0,31	11,0	-541	-0,16	-12,4	-13	-0,04
Saneamientos de valores y otros	-563	-0,05	-49,4	-306	-0,05	-47,8	-193	-0,06	-61,8	-65	-0,20
Resultados de ejercicios anteriores	317	0,03	-4,8	161	0,02	-5,5	144	0,04	-5,5	12	0,04
Otros resultados	-743	-0,07	306,7	-405	-0,06	105,1	-301	-0,09	-0,7	-37	-0,11
Resultado antes de impuestos	12.619	1,23	14,8	7.449	1,13	18,4	4.705	1,38	10,4	465	1,43
Impuesto sobre beneficios	-3.121	-0,30	14,6	-1.878	-0,29	18,1	-1.167	-0,34	10,2	-75	-0,23
Resultado después de impuestos	9.498	0,92	14,8	5.571	0,85	18,5	3.537	1,04	10,4	390	1,20
Del grupo	8.260	0,80	13,2	4.453	0,68	17,2	3.417	1,01	9,1	389	1,20
De minoritarios	1.239	0,12	27,1	1.118	0,17	23,9	121	0,04	68,6	0	0,00
De acciones preferentes	665	0,06	55,0	638	0,10	48,6	27	0,01		0	0,00
Resto	573	0,06	5,2	480	0,07	7,4	53	0,03	30,4	0	0,00
Activos totales medios	1.029.331	100,00	6,5	656.883	100,00	4,3	339.944	100,00	10,6	32.504	100,00
Rentabilidad sobre recursos propios	16,67	16,67		16,98	16,98		16,55	16,55		14,02	14,02
Del grupo	19,32	19,32		21,75	21,75		17,52	17,52		14,03	14,03

PRO MEMORIA:

Fuente: Banco de España.

De los resultados totales, los correspondientes al grupo han sido 4,5 mm, con un incremento del 17 % sobre el año anterior, en tanto que los correspondientes a minoritarios han sido 1,1 mm de euros.

La rentabilidad de los resultados consolidados del grupo, excluyendo intereses minoritarios, sobre sus recursos propios (17) se ha situado en el 21,8 %, con un incremento cercano a los 4 pp, que es el doble que el aumento conseguido en los dos años anteriores. Esta rentabilidad se ha visto, no obstante, impulsada al alza por el descenso de los recursos propios, en los que el aumento de las reservas en entidades consolidadas (en 2,3 mm de euros, hasta los 8,4 mm de euros), parcialmente compensado por el descenso de las reservas de la entidad dominante (0,8 mm de euros, hasta los 14,3 mm de euros), se ha visto minorado por aumentos importantes del fondo de comercio de consolidación (en 1,3 mm de euros, hasta los 4,7 mm de euros) y de las pérdidas en entidades consolidadas (en 1,9 mm de euros, hasta los 4,9 mm de euros). La diferencia positiva de esta *ratio* con la de los bancos individuales aumenta un año más y ya es de 8,3 pp, cuando el año anterior era de 5,2 pp.

El margen de intermediación consolidado experimenta un crecimiento del 6 %, inferior al del año anterior, debido en gran parte al menor crecimiento de la actividad en 1999. Este incremento contrasta con el descenso que se ha producido en las cuentas individuales, a pesar de que los ingresos consolidados por dividendos han sido inferiores en 0,7 mm. Sin embargo, ha mejorado en 6 pb el diferencial de la actividad total, hasta los 2,35 pp, dado que ha caído más el coste medio de los pasivos que la rentabilidad media de los activos, frente a un recorte del mismo importe en las cuentas individuales, cuyo diferencial total es de 1,7 pp. El margen de intermediación consolidado mejora en 4 pb en términos de balance, hasta alcanzar el 2,43 %, frente a una caída de 8 pb en las cuentas individuales, con lo que se confirma la tendencia que comenzó hace tres años, por la que el margen consolidado en términos de balance se sitúa por encima del individual, al que supera ya en 64 pb.

Por tanto, aunque la mayor parte del margen de intermediación consolidado proviene de las entidades bancarias nacionales, ha afectado positivamente al margen consolidado la incorporación a los grupos de entidades de crédito radicadas en países latinoamericanos, algunas de ellas de gran tamaño, que operan con unos márgenes de intermediación más elevados que los existentes en España, dado que desarrollan su actividad en un marco económico menos

competitivo, con mayores primas de riesgo y con unas tasas de inflación más elevadas.

Los restantes productos ordinarios han aumentado en 4 pb en términos de ATM, para situarse cerca de los 1,3 pp, mientras que en el individual se han estancado en el entorno de los 0,8 pp. Las comisiones netas han seguido evolucionando de forma más favorable en el consolidado, tanto en tasas de crecimiento como en términos de balance, y ascienden a 1,2 pp, frente a 0,7 pp en el individual. Esto es así porque las comisiones son un elemento básico en la cuenta de resultados de algunas de las entidades que se integran en el consolidado, como es el caso de las sociedades de valores o de las diversas gestoras, las cuales han mantenido un crecimiento notable en su volumen de actividad. También ha sido positivo el aumento de los resultados por operaciones financieras, aunque su efecto global sobre el margen no es muy elevado, con variaciones importantes entre sus diferentes conceptos, que responden más a decisiones estratégicas particulares de las entidades y son función de su situación particular en momentos determinados, lo que dificulta su análisis agregado. En sentido negativo ha actuado el fuerte recorte de los resultados consolidados de la actividad con divisas.

De esta manera, las diferencias existentes en el margen de intermediación, a favor de las cuentas consolidadas, se acentúan en el margen ordinario, que alcanza los 3,7 pp en términos de balance, frente a 2,6 pp en la presentación individual.

Sin embargo, como contrapartida a lo señalado hasta ahora, los gastos de explotación crecen mucho más en las cuentas consolidadas (5 %) y suponen una carga relativa mucho mayor (2,5 pp en términos de ATM, frente a 1,8 pp en la presentación individual). Esto es así dada la importancia que tienen en los grupos bancarios diversas entidades especializadas, orientadas a la prestación de servicios financieros, cuya aportación a los gastos de explotación y, especialmente, a los de personal es mayor que su aportación al volumen de negocio medido en términos de balance medio, y, además, por los mayores costes operativos que presentan muchas de las filiales bancarias en el exterior, con un número de empleados por oficina mayor que en España y con unas mayores necesidades de gastos informáticos para mejorar sus sistemas de gestión y de control interno. La *ratio* de eficiencia consolidada ha sido del 66 %, peor en 1 pp que la individual. Pese a ello, el margen de explotación consolidado crece más del 13 %, lo que contrasta con el descenso que se produce en la presentación individual. El mar-

Composición de los grupos consolidables de las entidades de depósito										CUADRO 12
	Entidades de depósito		Bancos españoles		Bancos extranjeros		Cajas de ahorros		Total cooperativas	
	1998	1999	1998	1999	1998	1999	1998	1999	1998	1999
NÚMERO DE GRUPOS CONSOLIDABLES DE ENTIDADES DE CRÉDITO	79	79	22	20	15	14	33	36	9	9
COMPOSICIÓN DE LOS GRUPOS:										
Entidades integradas globalmente	1.220	1.234	815	826	119	104	261	277	25	27
Entidades de depósito españolas (incluyendo la matriz)	125	124	55	52	20	18	41	45	9	9
Establecimientos financieros españoles	53	48	28	28	6	5	18	14	1	1
Entidades de crédito fuera de España	117	111	103	98	6	6	8	7		
Resto (a)	925	951	629	648	87	75	194	211	15	17
De las que: fuera de España	344	376	308	339	11	10	25	26		1
Consolidadas proporcionalmente	81	67	38	14	3	2	37	48	3	3
Puestas en equivalencia (b)	1.290	1.401	596	586	30	30	650	765	14	20
De las que: no financieras del grupo económico	579	519	328	272	15	15	229	225	7	7
PRO MEMORIA:										
Número de entidades que carecen de grupo	169	161	10	9	55	55	18	14	86	83

Fuente: Banco de España.

(a) Sociedades y agencias de valores, gestoras, sociedades de inversión mobiliaria, de tenencia de acciones e instrumentales.

(b) Puestas en equivalencia directamente e incluidas indirectamente por formar parte del perímetro de consolidación de un subgrupo puesto en equivalencia.

gen consolidado en términos de balance supera en 38 pb al individual, situándose en 1,24 pp, 10 pb mejor que el año anterior.

Finalmente, la detracción de recursos por las partidas incluidas en el bloque final de las cuentas consolidadas, entre el margen de explotación y los resultados antes de impuestos ha sido de 726 millones de euros, inferior en 188 millones de euros a la del año anterior. Han aumentado significativamente los resultados positivos por operaciones del grupo (18), que han aportado 1.939 millones de euros, frente a 829 millones de euros un año antes, lo que se ha debido al fuerte aumento de los resultados por operaciones con acciones de la sociedad dominante y pasivos financieros emitidos por el grupo y a los mejores resultados obtenidos por la enajenación de participaciones puestas en equivalencia. En sentido negativo ha actuado el importante descenso de los beneficios por la enajenación de participaciones en entidades consolidadas y el incremento en más del 25 % de la amortización del fondo de comercio de consolidación. Entre el resto de partidas destaca el aumento de los saneamientos de créditos, que representan 31 pb en términos de balance, frente a los 12 pb en la presentación individual, lo que se explica por las mayores tasas de morosidad que tiene una parte importante de la actividad crediticia realizada en Latinoamérica.

7.3. Evolución por agrupaciones de bancos

En el agregado de bancos resulta interesante distinguir entre tres agrupaciones que están mostrando históricamente diferencias acusadas: bancos nacionales y filiales y sucursales de bancos extranjeros (cuadros A.1.5, A.2.3 y A.9.1). Los bancos nacionales han obtenido un incremento de su resultado final claramente superior al del agregado total. Esto ha sido así a pesar de que todos los márgenes caen en valor absoluto más que en el agregado total. Por su parte, las otras dos agrupaciones han visto descender sus resultados finales, con un descenso mucho más acusado en las filiales de bancos extranjeros, que el año anterior habían logrado un importante incremento en sus resultados, que en las sucursales de bancos extranjeros, donde este descenso ha sido significativamente menor que el sufrido el año anterior. Es necesario señalar que en las agrupaciones de filiales y sucursales de bancos extranjeros se registra una fuerte dispersión de situaciones

individuales, lo que resta significado al análisis de estos colectivos.

La preponderancia de los *bancos nacionales* en la actividad del conjunto de los bancos que operan en España —sus ATM representan el 84 % del total— hace que la evolución de este colectivo responda en gran parte a la ya descrita para el agregado. De hecho, es en esta agrupación donde se concentra la mayor parte de los dividendos percibidos por los bancos, la mayor parte de los resultados positivos por la venta de valores de renta variable, tanto de la cartera de inversión como, fundamentalmente, de la de participaciones permanentes, así como de los saneamientos de estas dos carteras, además de la mayor parte de las fuertes variaciones que han experimentado las dotaciones a los otros fondos específicos.

No obstante, en este ejercicio es necesario destacar que la caída del margen de intermediación en la banca nacional ha sido mayor (2,7 %) que en el agregado total (1,6 %). Este hecho puede explicarse, entre otros factores, porque, aunque la banca nacional ha crecido más que el agregado total, el diferencial total ha caído más (13 pb en la banca nacional, frente a 6 pb en el total). También es importante destacar la importancia que han tenido los dividendos sobre el margen de intermediación, del que representan más del 15 %, puesto que han caído en 254 millones de euros, en tanto que el margen ha disminuido solo un poco más, 265 millones de euros. Además, ha sido relevante el fuerte descenso de los resultados por venta y valoración de cartera de negociación, compensados casi totalmente por el aumento de los resultados por operaciones de futuro. Finalmente, el margen de explotación ha caído más y los resultados después de impuestos han aumentado más que en el agregado; estos últimos han crecido el 6 %, mejorando ligeramente su ROA hasta el 0,7 %.

Las *filiales de bancos extranjeros* han obtenido unos resultados finales de 115 millones de euros, con un descenso de 45 millones de euros con respecto a los obtenidos el año anterior. Por su parte, la ROA se ha recortado en 11 pb, hasta el 0,24 %. Sin embargo, el margen de explotación ha experimentado un crecimiento importante (19 %), lo que contrasta fuertemente con el descenso de este margen en la banca nacional. Esta significativa diferencia se explica porque las filiales de bancos extranjeros han conseguido un notable crecimiento del margen de intermediación, próximo al 10 %. Este aumento se ha apoyado en la mejora sustancial del diferencial de su actividad total (12 pb), con un descenso de los tipos medios de los activos rentables menor que el de los pa-

(18) Incluyen, también, los resultados netos de sociedades puestas en equivalencia y la amortización del fondo de comercio de consolidación.

sivos onerosos, y en unos cambios estructurales positivos tanto en el lado de la inversión (aumento de la inversión crediticia) como en el de la financiación (aumento de las cuentas a la vista). Además, han crecido los ingresos por comisiones y los resultados por operaciones financieras. Por otra parte, ha influido negativamente sobre el margen de explotación la fuerte caída de los resultados netos por operaciones en moneda extranjera, tras los importantes aumentos de los dos años anteriores, y el significativo aumento de los gastos de explotación, lo que contrasta fuertemente con el estancamiento de estos gastos en la banca nacional. Los gastos de personal han crecido el 7 %, como consecuencia del aumento en el número de empleados y en el coste medio por empleado y, en mayor medida, por el fuerte incremento que se ha producido en las aportaciones a los fondos de pensiones, que casi se han duplicado tras varios años sin variaciones significativas. Al igual que el año anterior, los gastos generales crecen casi el 10 %, por el fuerte incremento que han seguido teniendo los gastos en informática y comunicaciones. No obstante, su *ratio* de eficiencia mejora en casi 2 pp, hasta el 77 %, siendo claramente mejor que la de las sucursales de bancos extranjeros. La explicación de la caída de los resultados finales se encuentra en el pésimo comportamiento de las partidas del bloque final por debajo del margen de explotación. En especial, por el fortísimo incremento de los saneamientos de créditos, que se ha multiplicado casi por cuatro, hasta representar 19 pb en término de balance, frente a 5 pb un año antes. También han aumentado significativamente las aportaciones extraordinarias a los fondos de pensiones. Por el contrario, han influido positivamente los menores saneamientos realizados a los otros fondos específicos.

Las *sucursales de bancos extranjeros* han obtenido, un año más, unos resultados finales modestos (33 m), con un descenso de su actividad de casi el 13 %. Su ROA es reducido, 0,07 %, aunque ligeramente superior al del año anterior. Las sucursales de bancos extranjeros vivas al final de 1999 han experimentado cambios sustanciales en la composición de su activo, con una caída de más de 13 pp en la importancia relativa de su inversión interbancaria y un aumento cercano a los 7 pp en su inversión crediticia, de manera que el peso de esta en su balance se acerca mucho al de la inversión interbancaria. En el lado del pasivo, los cambios han sido menos dramáticos, destacando el descenso en 3,6 pp del peso de la financiación interbancaria. Estas entidades han visto recortarse tanto la inversión rentable como los pasivos onerosos, siendo mayor este último, con lo que ha aumentado el peso de los activos rentables financiados con pasivos sin coste. Todos estos

elementos, excepto el recorte de la actividad, han repercutido positivamente sobre el margen de intermediación, a lo que ha ayudado también la importante mejora de su diferencial total, ya que, al igual que en las filiales, han logrado que la rentabilidad media que obtienen de sus activos rentables caiga menos que el coste medio de sus pasivos onerosos. Todo esto explica que el margen haya aumentado el 9,5 % en valor absoluto. El margen ordinario ha crecido algo menos, el 8,7 %, debido a que el gran retroceso de los resultados por operaciones con moneda extranjera, que han sido menores en 80 millones de euros, se ha opuesto al fuerte aumento de los ingresos que estas entidades han obtenido por comisiones, que han superado en 47 millones de euros a las del año anterior, a los resultados derivados de la venta de valores de la cartera de inversión ordinaria de renta fija, 7 millones de euros más que el año anterior, y a los resultados obtenidos por el neto de las operaciones de futuro y la cartera de negociación, con unos resultados positivos de 36 millones de euros, frente a unos negativos de 5 millones de euros un año antes. Sin embargo, el gran lastre de la cuenta de resultados de estas entidades sigue estando en los gastos de explotación, que han crecido más del 18 %, con una *ratio* de eficiencia que ha superado ya el 90 %, con un comportamiento mucho más expansivo que en las otras dos agrupaciones de los gastos de personal. Por tanto, el margen de explotación queda muy mermado y disminuye un 38 %. Las partidas por debajo del margen de explotación han tenido una ligera aportación negativa, con un fuerte aumento de los saneamientos de créditos, al aumentar las dotaciones y disminuir las recuperaciones, compensado parcialmente por el descenso de las dotaciones a los otros fondos específicos y por el aumento de unos resultados diversos que este año han sido muy importantes.

8. CAJAS

8.1. Resultados individuales

El conjunto de las cajas de ahorros ha logrado un aumento relativamente elevado, superior al 9 %, de sus resultados después de impuestos. Sin embargo, este crecimiento ha sido inferior al logrado en años anteriores, y también inferior al crecimiento de la actividad, por lo que, por primera vez en los últimos años, han visto recortarse su importancia en términos de balance, hasta los 0,90 pp (cuadro A.1.2).

Las cajas han logrado un crecimiento más adecuado que los bancos en cada uno de los márgenes incluidos en sus cuentas de resulta-

dos individuales. Todos los márgenes crecen alrededor del 4 %, aunque van disminuyendo progresivamente desde el de intermediación al de explotación.

El *margen de intermediación* ha crecido el 4,5 %, mucho más que el año anterior, pero ha seguido perdiendo importancia en términos de ATM hasta los 2,8 pp. El motivo fundamental de este mejor comportamiento está en que las cajas han aumentado más su actividad que el año anterior y en que el efecto del aumento de la competencia sobre sus precios ha sido menos importante. Aun así, el diferencial total (activos rentables-pasivos onerosos) cae en 20 pb y el de su actividad con clientes (inversión crediticia-financiación ajena no interbancaria) lo hace en 37 pb. También ha actuado a favor del margen el fuerte aumento de los dividendos percibidos, que han crecido más del 35 %.

Los *otros productos ordinarios* han crecido a una tasa del 3 %, inferior a la del año anterior, a pesar del fuerte crecimiento de las comisiones (11 %), especialmente las derivadas de tarjetas y las de comercialización de productos financieros no bancarios, aunque con un importante recorte de los ingresos por servicios de valores, en especial, por aseguramiento y colocación. Sin embargo, los resultados por operaciones financieras han sido inferiores a los obtenidos el año anterior en casi un 30 %, con un descenso en los resultados por todos los conceptos. La fuerte caída de los resultados de la cartera de negociación, especialmente la de renta fija, ha sido mayor que la mejora de los resultados por la operativa con derivados, en ambos casos en niveles inferiores a los de los bancos. Los resultados por la venta de valores incluidos en la cartera de inversión ordinaria de renta fija, la partida tradicionalmente más importante entre los resultados por operaciones financieras, han caído fuertemente, casi el 40 %, con la práctica eliminación de la totalidad de las plusvalías latentes y con el surgimiento de importantes minusvalías latentes.

Como consecuencia de lo anterior, el margen ordinario crece el 4,3 %, la misma tasa que el año anterior, con un recorte de 23 pb en términos de balance.

Los *gastos de explotación* han moderado su crecimiento, aumentando menos del 5 %, fundamentalmente por la menor tasa de crecimiento de prácticamente todos los conceptos incluidos entre los gastos generales, lo que se ha conseguido a pesar de que la política de expansión territorial que están siguiendo muchas cajas les ha llevado, un año más, a aumentar el número de oficinas, de forma que, si bien

el año pasado superaron por primera vez a los bancos en número de oficinas, en 1999 la diferencia a favor de las cajas se acercaba a las 1.400 oficinas. El número de empleados por oficina ha seguido descendiendo.

Los gastos de personal han seguido creciendo a una tasa elevada (5,5 %). Entre ellos, los sueldos y salarios han crecido casi el 4 %, menos que el año anterior, con un crecimiento apreciable en el número de empleados (más del 3 %, hasta superar los 97.000) y un aumento más modesto en el gasto por empleado. La productividad de los empleados de las cajas, medida por los recursos de clientes por empleado, ha aumentado sustancialmente y se mantiene claramente por encima de las otras dos agrupaciones. Por su parte, han aumentado fuertemente, hasta casi duplicarse, los gastos de personal por pensiones, fundamentalmente en los fondos de pensiones internos, dotaciones que han superado a las de los fondos externos por primera vez en los últimos años, teniendo en cuenta que estos también han crecido apreciablemente (cuadro A.8).

Las amortizaciones han aumentado a una tasa superior a la del año anterior, con un aumento significativo de la tasa de amortización media del activo fijo neto.

El conjunto de los factores reseñados determinan un crecimiento moderado del margen de explotación (3,6 %), que, sin embargo, es más del doble que el obtenido el año anterior, con una caída de 10 pb en términos de balance.

Por su parte, las partidas del bloque final, por debajo del margen de explotación, han tenido, al igual que en el caso de los bancos, un comportamiento muy positivo, con una detracción de recursos inferior en 186 millones de euros a la del año anterior (10 pb en términos de balance, frente a 17 pb un año antes). Este hecho ha permitido a los resultados antes de impuestos crecer más de un 9 %, con un ligero recorte en términos de ATM. Son, destacables, el fuerte aumento de los resultados netos de saneamientos de la cartera de inversión ordinaria de renta variable y el importante descenso de los resultados netos de provisiones de la cartera de participaciones permanentes, que el año anterior habían crecido fuertemente. Sin embargo, ambos elementos se compensan en gran medida (cuadro 10).

Un año más, la mejora de la calidad de la cartera ha permitido un nuevo descenso de las dotaciones netas para el saneamiento de créditos. Este descenso puede explicarse por la disminución de las dotaciones a los fondos para

insolvencias, dado que han disminuido las recuperaciones, tanto de fondos dotados en años anteriores como de activos en suspenso. Estos saneamientos han vuelto a disminuir en términos de balance, hasta los 20 pb, y en términos de su importancia en relación con el margen de explotación, hasta el 12 %.

Los resultados obtenidos por la venta de inmuebles han seguido siendo importantes en las cajas, con un crecimiento superior al 30 %. Finalmente, las variaciones más importantes se han producido en las dotaciones netas a los otros fondos específicos, que han disminuido en 320 millones de euros, fundamentalmente por el recorte que las entidades han decidido hacer en sus dotaciones, aunque también han disminuido las recuperaciones de esos fondos. En sentido contrario, debe destacarse el significativo aumento de las dotaciones extraordinarias a los fondos de pensiones internos (30 millones de euros), de las aportaciones extraordinarias a los externos (21 millones de euros), y de las partidas residuales contabilizadas como «otros quebrantos» (235 millones de euros), aunque en este último caso se ha debido solo a algunas entidades grandes.

8.2. Cuentas consolidadas

Los resultados consolidados después de impuestos han alcanzado un importe de 3,5 mm de euros, de ellos, los correspondientes al grupo han sido de 3,4 mm de euros, con un incremento del 9 %, mientras que los minoritarios siguen siendo de un volumen muy reducido, aunque este año han aumentado sustancialmente en porcentaje. El incremento de estos resultados y el de la actividad de los grupos, medida por su balance medio, ha sido similar al de las cuentas individuales, aunque algo mayor en el primer caso y menor en el segundo, de esta manera, el resultado sobre ATM muestra una diferencia de 14 pb a favor de las cuentas consolidadas, algo mayor que el año anterior.

La rentabilidad de los resultados consolidados del grupo sobre sus recursos propios ha aumentado solo en 9 pb, hasta los 17,5 pp, superando en casi 1,9 pp a la rentabilidad del individual (19).

En las cajas existe una gran similitud entre los distintos márgenes del consolidado y los del agregado individual, en términos de balance me-

dio, ya que, en su caso, la aportación de las filiales, aunque numerosas y crecientes en número, es modesta (cuadro 11). Así, los ATM del consolidado superan a los del individual en solo el 2 % y, además, en 1999 han crecido más los ATM individuales que los consolidados. El margen de intermediación consolidado es similar al de las cuentas individuales (2,8 %), aunque el mayor peso de las comisiones en las cuentas consolidadas (14 pb superior a su peso en las individuales) se compensa parcialmente por la mayor carga que suponen los gastos de explotación en el ámbito consolidado (15 pb). Debe tenerse en cuenta que el mayor incremento que se ha producido en las comisiones y, especialmente, en los gastos de explotación en las cuentas consolidadas se debe a motivos similares a los expuestos en el caso de los bancos. Como consecuencia de ello, el margen de explotación consolidado se sitúa en los 1,27 pp, solo 2 pb por encima de la presentación individual.

Como en años anteriores, los resultados antes de impuestos han sido mayores, en términos de balance, en las cuentas consolidadas que en la presentación individual, debido a la incorporación de los resultados de las sociedades puestas en equivalencia por las cajas, que se han duplicado en 1999.

9. COOPERATIVAS

El agregado de cooperativas ha logrado una mejora de sus resultados después de impuestos del 7 %, tasa de crecimiento que se ha ido recortando año tras año. Su importancia en términos de balance se ha reducido en 4 pb, hasta 1,19 pp, con un crecimiento de la actividad del 11 % (cuadro A.1.4).

Este grupo de entidades es el que muestra una evolución más apropiada de sus márgenes, dado que van creciendo progresivamente a medida que se avanza en su cuenta de resultados, por lo que sus buenos resultados finales no se deben básicamente a las partidas situadas por debajo del margen de explotación, con un crecimiento del margen de explotación algo más elevado que el de los resultados antes de impuestos.

El *margen de intermediación* crece casi el doble que en los dos años anteriores, aunque se recorta su importancia en términos de balance en 19 pb, hasta los 3,5 pp, manteniéndose muy por encima de las otras dos agrupaciones. Han tenido un efecto positivo sobre el margen el aumento de la actividad y los cambios estructurales hacia los activos más rentables y, especialmente, hacia los pasivos menos onerosos. Sin embargo, el efecto precios ha sido ne-

(19) La rentabilidad de los resultados consolidados totales sobre los recursos propios, que incluyen tanto los resultados de minoritarios como los intereses minoritarios, ha sido en 1999 de 16,5 pp, con una caída de 78 pb con relación a 1998.

gativo porque el efecto de la competencia y de la expansión fuera de sus zonas de origen de algunas de las cooperativas más grandes les ha obligado a reducir más la rentabilidad media de sus activos rentables que el coste medio de sus pasivos onerosos, con una caída del diferencial total de 21 pb, similar a la producida en las cajas.

Los *otros productos ordinarios* han crecido a una tasa elevada en el año, aunque inferior a la de los años anteriores, porque los ingresos por comisiones, aunque han crecido más del 12 % como consecuencia del buen comportamiento de los ingresos por tarjetas y por comercialización de productos no bancarios, han crecido bastante menos que en años anteriores. Por su parte, los resultados por operaciones financieras han aumentado en el año, lo que contrasta con los importantes descensos producidos en los otros dos grupos de entidades, lo que se ha debido especialmente a los buenos resultados obtenidos en la cartera de negociación, con un aumento sustancial de los resultados obtenidos en la cartera de renta variable, compensados parcialmente por unos peores resultados en la de renta fija, que han llegado a ser negativos en valor absoluto. Además, los resultados por operaciones de futuro, aunque han sido negativos en valor absoluto, también han mejorado en comparación con el año anterior. Sin embargo, se han recortado los resultados derivados de la venta de valores incluidos en la cartera de inversión ordinaria de renta fija, con un aumento de la inversión en esta cartera y, al igual que en los otros dos grupos de entidades, con la práctica desaparición de las plusvalías latentes y el surgimiento de minusvalías latentes relativamente importantes.

Fruto de lo anterior es que el margen ordinario crece más del 6 %, incremento superior al del año anterior, pero que ha supuesto una caída de 18 pb en términos de balance.

Los gastos de explotación han crecido a un ritmo del 5 %, mucho más moderado que en años anteriores. Los gastos de personal han crecido a unas tasas cercanas al 6 % impulsados por el aumento en el número de empleados. Ha disminuido por segundo año consecuti-

vo el gasto de personal por pensiones, porque el descenso en las dotaciones a los fondos internos ha sido mayor que el aumento de las aportaciones a los externos. Los gastos generales también han crecido a un ritmo moderado, casi la mitad que el año anterior, debido a la importante moderación en el aumento de los gastos en informática y comunicaciones. Por su parte, las amortizaciones han sido el componente de los gastos de explotación más expansivo (8 %) junto con las contribuciones de las cooperativas a su fondo de garantía de depósitos (11 %).

El conjunto de los factores comentados determina un crecimiento superior al 7 % del margen de explotación, que contrasta con el crecimiento prácticamente nulo del año anterior.

Sin embargo, las cooperativas son el único grupo de entidades donde las partidas del bloque final, por debajo del margen de explotación, han tenido un comportamiento negativo, al distraer 82 millones de euros del margen, 8 millones de euros más que el año anterior, con lo que los resultados antes de impuestos han crecido el 6,5 %, crecimiento inferior al del margen de explotación. Es destacable el fuerte descenso de los resultados obtenidos por la venta de valores incluidos en la cartera de renta variable de inversión, con un fuerte aumento de la inversión en estos valores y, también, con un aumento notable de las dotaciones realizadas al saneamiento de esta cartera. En cuanto a la cartera de participaciones permanentes, los resultados obtenidos por la venta de valores incluidos en esta cartera han sido, un año más, poco importantes, pero, sin embargo, han debido dotar al saneamiento de la misma 15 millones de euros, cuando el año anterior no llegaron a un millón de euros. Además, han aumentado en 20 millones de euros las dotaciones netas a los otros fondos específicos. En sentido positivo ha influido el fortísimo descenso de los saneamientos de créditos que han sido de 13 millones de euros, frente a 66 millones de euros un año antes, debido tanto a que han disminuido las dotaciones como al fuerte aumento de las recuperaciones.

Los *grupos consolidados* de cooperativas se caracterizan por su estabilidad y por el escaso número de entidades que presentan cuentas consolidadas (nueve), así como por su escasa relevancia. Por este motivo, no existen diferencias dignas de mención entre la presentación consolidada y la individual (cuadros 11 y 12).

18.4.2000.

ANEJO

CUADRO A.1.1

Evolución y estructura de la cuenta de resultados
Total entidades de depósito

Millones de euros

	1996			1997			1998			1999		
	Importe	% s/ATM	%	Importe	% s/ATM	%	Importe	% s/ATM	%	Importe	% s/ATM	%
Productos financieros	64.368	8,39	2,0	55.156	6,67	-14,3	50.696	5,65	-8,1	44.821	4,72	-11,6
De inversiones crediticias	32.696	4,26	1,5	29.506	3,57	-9,8	27.798	3,10	-5,8	25.889	2,72	-6,9
De cartera renta fija	11.120	1,45	0,5	9.640	1,17	-13,3	8.864	0,99	-8,1	8.067	0,85	-9,0
De cartera renta variable	1.678	0,22	-1,7	1.906	0,23	13,6	2.433	0,27	27,7	2.382	0,25	-2,1
De entidades de crédito	15.376	2,00	-0,3	12.503	1,51	-18,7	10.486	1,17	-16,1	7.391	0,78	-29,5
Del Banco de España	789	0,10	-15,1	655	0,08	-16,9	477	0,05	-27,2	509	0,05	6,8
Rectif. por op. cobertura y otros	2.709	0,35	52,2	945	0,11	-65,1	638	0,07	-32,4	583	0,06	-8,7
PRO MEMORIA:												
Productos financieros en euros (a)	55.423	7,22	1,3	47.139	5,70	-14,9	42.566	4,74	-9,7	38.929	4,10	-8,5
De inversiones crediticias	31.363	4,09	1,8	27.748	3,36	-11,5	25.747	2,87	-7,2	24.001	2,53	-6,8
De cartera renta fija	10.120	1,32	0,2	8.579	1,04	-15,2	7.646	0,85	-10,9	7.167	0,75	-6,3
De cartera renta variable	1.611	0,21	-0,2	1.817	0,22	12,8	2.129	0,24	17,2	2.198	0,23	3,2
De entidades de crédito	11.540	1,50	2,3	8.340	1,01	-27,7	6.568	0,73	-21,2	5.053	0,53	-23,1
Del Banco de España	788	0,10	-15,1	655	0,08	-16,9	477	0,05	-27,2	509	0,05	6,8
Costes financieros	-44.746	-5,83	2,3	-35.048	-4,24	-21,7	-30.136	-3,36	-14,0	-23.975	-2,52	-20,4
De depósitos	-17.787	-2,32	0,6	-12.811	-1,55	-28,0	-10.495	-1,17	-18,1	-8.818	-0,93	-16,0
De cesiones otros residen.	-6.467	-0,84	15,2	-5.232	-0,63	-19,1	-4.254	-0,47	-18,7	-2.435	-0,26	-42,8
De empréstitos y val. neg.	-1.728	-0,23	10,8	-2.029	-0,25	17,4	-1.992	-0,22	-1,8	-2.310	-0,24	16,0
De entidades de crédito	-13.403	-1,75	-0,5	-12.386	-1,50	-7,6	-11.461	-1,28	-7,5	-9.224	-0,97	-19,5
Del Banco de España	-2.251	-0,29	-29,8	-1.103	-0,13	-51,0	-961	-0,11	-12,8	-531	-0,06	-44,7
Rectif. por op. cobertura y otros	-2.892	-0,38	48,4	-1.299	-0,16	-55,1	-803	-0,09	-38,2	-475	-0,05	-40,9
PRO MEMORIA:												
Costes financieros en euros (a)	-36.303	-4,73	1,2	-26.740	-3,23	-26,3	-21.380	-2,38	-20,0	-17.478	-1,84	-18,2
De depósitos	-16.648	-2,17	1,7	-11.578	-1,40	-30,5	-8.893	-0,99	-23,2	-7.243	-0,76	-18,6
De cesiones otros residen.	-6.465	-0,84	15,2	-5.230	-0,63	-19,1	-4.250	-0,47	-18,7	-2.434	-0,26	-42,7
De empréstitos y val. neg.	-1.358	-0,18	1,9	-1.318	-0,16	-2,9	-1.243	-0,14	-5,7	-1.588	-0,17	27,8
De entidades de crédito	-9.582	-1,25	2,7	-7.510	-0,91	-21,6	-6.031	-0,67	-19,7	-5.685	-0,60	-5,7
Del Banco de España	-2.250	-0,29	-29,8	-1.102	-0,13	-51,0	-961	-0,11	-12,8	-527	-0,06	-45,2
Coste imputado fdo. pens. int.	-218	-0,03	-15,2	-188	-0,02	-13,7	-170	-0,02	-9,5	-182	-0,02	6,7
Margen de intermediación	19.622	2,56	1,4	20.108	2,43	2,5	20.559	2,29	2,2	20.846	2,19	1,4
Otros productos ordinarios	6.189	0,81	31,6	6.693	0,81	8,1	7.206	0,80	7,7	7.496	0,79	4,0
Servicio cobros y pagos	2.572	0,34	5,0	2.695	0,33	4,8	2.935	0,33	8,9	3.242	0,34	10,5
Otras comisiones (neto)	1.477	0,19	20,8	2.242	0,27	51,8	2.970	0,33	32,5	3.265	0,34	9,9
Oper. con moneda extranjera	679	0,09	123,9	759	0,09	11,8	597	0,07	-21,4	521	0,05	-12,6
Otras operaciones financieras	1.461	0,19	101,3	997	0,12	-31,8	705	0,08	-29,3	468	0,05	-33,6
Margen ordinario	25.811	3,36	7,3	26.801	3,24	3,8	27.765	3,09	3,6	28.343	2,98	2,1
Gastos de explotación	-16.395	-2,14	4,0	-17.249	-2,09	5,2	-18.006	-2,01	4,4	-18.584	-1,96	3,2
Personal	-9.983	-1,30	3,9	-10.494	-1,27	5,1	-10.889	-1,21	3,8	-11.246	-1,18	3,3
Generales y tributos	-4.955	-0,65	5,4	-5.129	-0,62	3,5	-5.451	-0,61	6,3	-5.613	-0,59	3,0
Amortizaciones	-1.458	-0,19	-0,2	-1.626	-0,20	11,5	-1.666	-0,19	2,5	-1.725	-0,18	3,5
Margen de explotación	9.416	1,23	13,6	9.552	1,16	1,4	9.759	1,09	2,2	9.759	1,03	0,0
Venta de valores e inmuebles	716	0,09	34,6	1.398	0,17	95,3	2.193	0,24	56,9	1.720	0,18	-21,6
Saneamientos de créditos	-2.267	-0,30	-24,5	-1.699	-0,21	-25,1	-1.414	-0,16	-16,8	-1.253	-0,13	-11,4
Saneamientos de valores y otros	-1.350	-0,18	152,5	-1.766	-0,21	30,8	-2.170	-0,24	22,9	-1.028	-0,11	-52,6
Resultados de ejercicios anteriores	331	0,04	-50,1	408	0,05	23,0	327	0,04	-19,7	332	0,03	1,5
Otros resultados	-405	-0,05	99,8	-433	-0,05	6,9	-545	-0,06	25,8	-634	-0,07	16,4
Resultado antes de impuestos	6.441	0,84	12,1	7.459	0,90	15,8	8.151	0,91	9,3	8.896	0,94	9,1
Impuesto sobre beneficios	-1.389	-0,18	6,7	-1.548	-0,19	11,5	-1.599	-0,18	3,3	-1.908	-0,20	19,3
Resultado después de impuestos	5.052	0,66	13,7	5.911	0,71	17,0	6.551	0,73	10,8	6.987	0,74	6,7
PRO MEMORIA:												
Activos totales medios	767.457	—	9,0	826.843	—	7,7	897.866	—	8,6	950.292	—	5,8
Dividendos de bancos españoles	598	0,08	37,0	435	0,05	-27,3	330	0,04	-24,1	232	0,02	-29,5

Fuente: Banco de España.

(a) Para los años 1996 a 1998 se recoge la actividad realizada en pesetas. El incremento de 1999 es sobre la actividad en pesetas de 1998.

CUADRO A.1.2

**Evolución y estructura de la cuenta de resultados
Total banca**

Millones de euros

	1996			1997			1998			1999		
	Importe	% s/ATM	%	Importe	% s/ATM	%	Importe	% s/ATM	%	Importe	% s/ATM	%
Productos financieros	40.559	8,29	0,9	34.201	6,50	-15,7	31.454	5,53	-8,0	27.360	4,68	-13,0
De inversiones crediticias	18.618	3,81	-1,3	16.493	3,13	-11,4	15.537	2,73	-5,8	14.376	2,46	-7,5
De cartera renta fija	6.279	1,28	-2,6	5.425	1,03	-13,6	5.094	0,90	-6,1	4.833	0,83	-5,1
De cartera renta variable	1.314	0,27	-10,0	1.448	0,28	10,2	1.825	0,32	26,0	1.563	0,27	-14,3
De entidades de crédito	11.468	2,34	1,0	9.615	1,83	-16,2	8.168	1,44	-15,0	5.678	0,97	-30,5
Del Banco de España	402	0,08	-15,0	329	0,06	-18,1	247	0,04	-25,1	261	0,04	5,9
Rectif. por op. cobertura y otros	2.479	0,51	55,5	891	0,17	-64,1	584	0,10	-34,4	648	0,11	11,0
PRO MEMORIA:												
Productos financieros en euros (a)	32.575	6,66	-0,6	26.994	5,13	-17,1	24.222	4,26	-10,3	21.871	3,74	-9,7
De inversiones crediticias	17.387	3,55	-1,1	14.865	2,82	-14,5	13.649	2,40	-8,2	12.588	2,15	-7,8
De cartera renta fija	5.314	1,09	-3,5	4.441	0,84	-16,4	4.037	0,71	-9,1	4.013	0,69	-0,6
De cartera renta variable	1.249	0,26	-8,7	1.363	0,26	9,1	1.531	0,27	12,3	1.387	0,24	-9,4
De entidades de crédito	8.223	1,68	4,9	5.995	1,14	-27,1	4.757	0,84	-20,6	3.621	0,62	-23,9
Del Banco de España	402	0,08	-15,0	329	0,06	-18,1	247	0,04	-25,1	261	0,04	5,9
Costes financieros	-30.426	-6,22	1,9	-23.922	-4,55	-21,4	-20.801	-3,66	-13,0	-16.872	-2,88	-18,9
De depósitos	-8.861	-1,81	-2,9	-6.409	-1,22	-27,7	-5.557	-0,98	-13,3	-4.889	-0,84	-12,0
De cesiones otros residen.	-3.577	-0,73	20,1	-2.720	-0,52	-24,0	-2.155	-0,38	-20,8	-1.187	-0,20	-44,9
De empréstitos y val. neg.	-1.235	-0,25	6,6	-1.518	-0,29	22,9	-1.445	-0,25	-4,8	-1.725	-0,29	19,4
De entidades de crédito	-12.040	-2,46	-0,3	-11.083	-2,11	-8,0	-10.028	-1,76	-9,5	-7.948	-1,36	-20,7
Del Banco de España	-1.759	-0,36	-29,7	-835	-0,16	-52,5	-691	-0,12	-17,2	-454	-0,08	-34,4
Rectif. por op. cobertura y otros	-2.854	-0,58	51,8	-1.278	-0,24	-55,2	-834	-0,15	-34,8	-565	-0,10	-32,2
PRO MEMORIA:												
Costes financieros en euros (a)	-22.425	-4,58	-0,6	-16.163	-3,07	-27,9	-12.786	-2,25	-20,9	-10.724	-1,83	-16,1
De depósitos	-7.807	-1,60	-1,4	-5.257	-1,00	-32,7	-4.047	-0,71	-23,0	-3.385	-0,58	-16,4
De cesiones otros residen.	-3.574	-0,73	20,1	-2.718	-0,52	-24,0	-2.152	-0,38	-20,8	-1.187	-0,20	-44,8
De empréstitos y val. neg.	-865	-0,18	-7,1	-809	-0,15	-6,5	-699	-0,12	-13,6	-1.007	-0,17	44,0
De entidades de crédito	-8.421	-1,72	2,3	-6.544	-1,24	-22,3	-5.198	-0,91	-20,6	-4.696	-0,80	-9,7
Del Banco de España	-1.758	-0,36	-29,7	-835	-0,16	-52,5	-691	-0,12	-17,2	-449	-0,08	-35,0
Coste imputado fdo. pens. int.	-100	-0,02	-30,3	-79	-0,02	-20,7	-91	-0,02	15,2	-104	-0,02	14,5
Margen de intermediación	10.134	2,07	-1,9	10.279	1,95	1,4	10.654	1,87	3,6	10.487	1,79	-1,6
Otros productos ordinarios	4.344	0,89	31,2	4.550	0,86	4,7	4.620	0,81	1,5	4.805	0,82	4,0
Servicio cobros y pagos	1.687	0,34	1,1	1.719	0,33	1,9	1.816	0,32	5,7	1.947	0,33	7,2
Otras comisiones (neto)	985	0,20	21,9	1.510	0,29	53,4	2.023	0,36	33,9	2.265	0,39	12,0
Oper. con moneda extranjera	560	0,11	182,8	631	0,12	12,6	467	0,08	-25,9	410	0,07	-12,2
Otras operaciones financieras	1.112	0,23	74,7	690	0,13	-38,0	314	0,06	-54,5	184	0,03	-41,5
Margen ordinario	14.478	2,96	6,1	14.829	2,82	2,4	15.274	2,68	3,0	15.293	2,61	0,1
Gastos de explotación	-9.363	-1,91	3,0	-9.757	-1,85	4,2	-10.056	-1,77	3,1	-10.254	-1,75	2,0
Personal	-5.734	-1,17	3,0	-6.035	-1,15	5,2	-6.188	-1,09	2,5	-6.285	-1,07	1,6
Generales y tributos	-2.907	-0,59	5,1	-2.955	-0,56	1,6	-3.079	-0,54	4,2	-3.162	-0,54	2,7
Amortizaciones	-722	-0,15	-4,6	-767	-0,15	6,4	-788	-0,14	2,7	-808	-0,14	2,4
Margen de explotación	5.115	1,05	12,4	5.072	0,96	-0,8	5.218	0,92	2,9	5.038	0,86	-3,4
Venta de valores e inmuebles	431	0,09	30,7	885	0,17	105,5	1.295	0,23	46,3	772	0,13	-40,4
Saneamientos de créditos	-1.152	-0,24	-33,7	-811	-0,15	-29,6	-755	-0,13	-6,9	-723	-0,12	-4,3
Saneamientos de valores y otros	-729	-0,15	187,2	-1.032	-0,20	41,4	-1.352	-0,24	31,1	-487	-0,08	-64,0
Resultados de ejercicios anteriores	108	0,02	-75,0	203	0,04	87,5	162	0,03	-20,5	188	0,03	16,6
Otros resultados	-278	-0,06	154,1	-412	-0,08	48,1	-390	-0,07	-5,2	-223	-0,04	-42,9
Resultado antes de impuestos	3.495	0,71	8,8	3.906	0,74	11,7	4.177	0,73	6,9	4.565	0,78	9,3
Impuesto sobre beneficios	-684	-0,14	-3,7	-739	-0,14	8,0	-736	-0,13	-0,4	-968	-0,17	31,6
Resultado después de impuestos	2.811	0,57	12,3	3.167	0,60	12,7	3.441	0,60	8,6	3.597	0,62	4,5
PRO MEMORIA:												
Activos totales medios	489.165	—	8,5	526.232	—	7,6	568.996	—	8,1	584.823	—	2,8
Dividendos de bancos españoles	574	0,12	37,7	409	0,08	-28,7	302	0,05	-26,2	196	0,03	-35,1

Fuente: Banco de España.

(a) Para los años 1996 a 1998 se recoge la actividad realizada en pesetas. El incremento de 1999 es sobre la actividad en pesetas de 1998.

CUADRO A.1.3

Evolución y estructura de la cuenta de resultados
Total cajas de ahorros

Millones de euros

	1996			1997			1998			1999		
	Importe	% s/ATM	%	Importe	% s/ATM	%	Importe	% s/ATM	%	Importe	% s/ATM	%
Productos financieros	21.610	8,51	3,5	19.031	6,94	-11,9	17.451	5,83	-8,3	15.824	4,75	-9,3
De inversiones crediticias	12.710	5,01	4,8	11.721	4,28	-7,8	11.016	3,68	-6,0	10.305	3,09	-6,5
De cartera renta fija	4.563	1,80	4,4	3.963	1,45	-13,1	3.530	1,18	-10,9	3.010	0,90	-14,7
De cartera renta variable	352	0,14	46,7	445	0,16	26,3	593	0,20	33,3	805	0,24	35,8
De entidades de crédito	3.407	1,34	-4,0	2.551	0,93	-25,1	2.064	0,69	-19,1	1.566	0,47	-24,2
Del Banco de España	351	0,14	-15,4	298	0,11	-15,3	209	0,07	-29,8	224	0,07	7,1
Rectif. por op. cobertura y otros	228	0,09	25,7	54	0,02	-76,4	38	0,01	-29,0	-86	-0,03	-
PRO MEMORIA:												
Productos financieros en euros (a)	20.657	8,14	3,6	18.228	6,65	-11,8	16.577	5,53	-9,1	15.450	4,64	-6,8
De inversiones crediticias	12.610	4,97	5,0	11.594	4,23	-8,1	10.856	3,62	-6,4	10.207	3,07	-6,0
De cartera renta fija	4.528	1,78	4,3	3.886	1,42	-14,2	3.370	1,13	-13,3	2.936	0,88	-12,9
De cartera renta variable	350	0,14	46,2	441	0,16	26,0	583	0,19	32,2	799	0,24	37,0
De entidades de crédito	2.817	1,11	-4,0	2.008	0,73	-28,7	1.558	0,52	-22,4	1.285	0,39	-17,6
Del Banco de España	351	0,14	-15,4	298	0,11	-15,3	209	0,07	-29,8	224	0,07	7,1
Costes financieros	-13.153	-5,18	2,7	-10.260	-3,74	-22,0	-8.632	-2,88	-15,9	-6.605	-1,98	-23,5
De depósitos	-8.004	-3,15	3,9	-5.704	-2,08	-28,7	-4.374	-1,46	-23,3	-3.508	-1,05	-19,8
De cesiones otros residen.	-2.760	-1,09	8,7	-2.434	-0,89	-11,8	-2.040	-0,68	-16,2	-1.220	-0,37	-40,2
De empréstitos y val. neg.	-493	-0,19	22,9	-511	-0,19	3,7	-546	-0,18	6,9	-585	-0,18	7,0
De entidades de crédito	-1.276	-0,50	-2,9	-1.233	-0,45	-3,4	-1.367	-0,46	10,9	-1.233	-0,37	-9,8
Del Banco de España	-469	-0,18	-29,8	-251	-0,09	-46,4	-257	-0,09	2,4	-74	-0,02	-71,1
Rectif. por op. cobertura y otros	-36	-0,01	-46,7	-21	-0,01	-40,8	28	0,01	-	89	0,03	218,6
PRO MEMORIA:												
Costes financieros en euros (a)	-12.719	-5,01	4,0	-9.717	-3,55	-23,6	-7.893	-2,64	-18,8	-6.266	-1,88	-20,6
De depósitos	-7.922	-3,12	4,1	-5.626	-2,05	-29,0	-4.284	-1,43	-23,8	-3.438	-1,03	-19,8
De cesiones otros residen.	-2.760	-1,09	8,7	-2.434	-0,89	-11,8	-2.040	-0,68	-16,2	-1.220	-0,37	-40,2
De empréstitos y val. neg.	-493	-0,19	22,9	-509	-0,19	3,3	-544	-0,18	6,8	-582	-0,17	7,0
De entidades de crédito	-1.075	-0,42	5,5	-897	-0,33	-16,6	-769	-0,26	-14,3	-952	-0,29	23,9
Del Banco de España	-469	-0,18	-29,8	-251	-0,09	-46,4	-257	-0,09	2,4	-74	-0,02	-71,1
Coste imputado fdo. pens. int.	-115	-0,05	3,5	-106	-0,04	-8,2	-76	-0,03	-28,4	-73	-0,02	-2,8
Margen de intermediación	8.458	3,33	4,8	8.771	3,20	3,7	8.819	2,94	0,5	9.219	2,77	4,5
Otros productos ordinarios	1.716	0,68	32,3	1.963	0,72	14,4	2.376	0,79	21,0	2.455	0,74	3,3
Servicio cobros y pagos	811	0,32	12,7	890	0,32	9,7	1.014	0,34	13,9	1.172	0,35	15,7
Otras comisiones (neto)	452	0,18	17,8	683	0,25	50,9	878	0,29	28,7	928	0,28	5,7
Oper. con moneda extranjera	113	0,04	12,1	122	0,04	7,5	122	0,04	0,5	105	0,03	-14,1
Otras operaciones financieras	339	0,13	265,2	269	0,10	-20,7	362	0,12	34,4	250	0,07	-30,9
Margen ordinario	10.174	4,01	8,6	10.734	3,92	5,5	11.195	3,74	4,3	11.675	3,51	4,3
Gastos de explotación	-6.363	-2,51	4,9	-6.758	-2,47	6,2	-7.161	-2,39	6,0	-7.497	-2,25	4,7
Personal	-3.861	-1,52	4,9	-4.040	-1,47	4,6	-4.254	-1,42	5,3	-4.489	-1,35	5,5
Generales y tributos	-1.820	-0,72	5,0	-1.923	-0,70	5,7	-2.102	-0,70	9,3	-2.171	-0,65	3,2
Amortizaciones	-682	-0,27	4,5	-794	-0,29	16,5	-805	-0,27	1,3	-837	-0,25	4,1
Margen de explotación	3.811	1,50	15,3	3.976	1,45	4,3	4.034	1,35	1,5	4.178	1,25	3,6
Venta de valores e inmuebles	275	0,11	42,0	493	0,18	79,0	867	0,29	75,9	925	0,28	6,7
Saneamientos de créditos	-1.006	-0,40	-12,6	-801	-0,29	-20,3	-593	-0,20	-26,0	-517	-0,16	-12,8
Saneamientos de valores y otros	-590	-0,23	131,7	-700	-0,26	18,7	-794	-0,27	13,4	-472	-0,14	-40,5
Resultados de ejercicios anteriores	211	0,08	-3,5	196	0,07	-7,2	157	0,05	-19,6	132	0,04	-16,3
Otros resultados	-114	-0,04	36,2	-8	0,00	-93,2	-131	-0,04	1588,1	-374	-0,11	185,9
Resultado antes de impuestos	2.588	1,02	16,2	3.156	1,15	22,0	3.541	1,18	12,2	3.871	1,16	9,3
Impuesto sobre beneficios	-644	-0,25	18,9	-744	-0,27	15,5	-792	-0,26	6,4	-866	-0,26	9,4
Resultado después de impuestos	1.944	0,77	15,3	2.412	0,88	24,1	2.750	0,92	14,0	3.005	0,90	9,3
PRO MEMORIA:												
Activos totales medios	253.918	—	9,3	274.022	—	7,9	299.515	—	9,3	332.996	—	11,2
Dividendos de bancos españoles	24	0,01	39,4	25	0,01	5,1	27	0,01	7,7	33	0,01	23,5

Fuente: Banco de España.

(a) Para los años 1996 a 1998 se recoge la actividad realizada en pesetas. El incremento de 1999 es sobre la actividad en pesetas de 1998.

CUADRO A.1.4

**Evolución y estructura de la cuenta de resultados
Total cooperativas**

Millones de euros

	1996			1997			1998			1999		
	Importe	% s/ATM	%	Importe	% s/ATM	%	Importe	% s/ATM	%	Importe	% s/ATM	%
Productos financieros	2.198	9,02	8,3	1.924	7,24	-12,5	1.790	6,10	-7,0	1.637	5,04	-8,5
De inversiones crediticias	1.369	5,62	12,9	1.292	4,86	-5,6	1.244	4,24	-3,7	1.207	3,72	-3,0
De cartera renta fija	278	1,14	10,9	252	0,95	-9,4	240	0,82	-4,8	224	0,69	-6,7
De cartera renta variable	12	0,05	75,4	13	0,05	6,9	15	0,05	18,2	13	0,04	-13,5
De entidades de crédito	502	2,06	-2,4	338	1,27	-32,7	254	0,86	-25,0	148	0,46	-41,6
Del Banco de España	35	0,14	-14,8	28	0,11	-19,1	21	0,07	-24,4	24	0,08	14,0
Rectif. por op. cobertura y otros	3	0,01	-46,0	0	0,00	-90,8	16	0,05	6621,3	21	0,06	28,8
PRO MEMORIA:												
Productos financieros en euros (a)	2.190	8,99	8,5	1.918	7,21	-12,4	1.768	6,02	-7,8	1.608	4,95	-9,1
De inversiones crediticias	1.366	5,60	12,9	1.289	4,85	-5,6	1.241	4,23	-3,7	1.206	3,71	-2,8
De cartera renta fija	278	1,14	11,0	252	0,95	-9,4	238	0,81	-5,3	218	0,67	-8,7
De cartera renta variable	12	0,05	75,9	12	0,05	5,6	15	0,05	19,5	12	0,04	-17,2
De entidades de crédito	500	2,05	-2,4	336	1,27	-32,7	252	0,86	-25,1	147	0,45	-41,6
Del Banco de España	35	0,14	-14,8	28	0,11	-19,0	21	0,07	-24,4	24	0,08	14,3
Costes financieros	-1.168	-4,79	8,4	-867	-3,26	-25,8	-704	-2,40	-18,8	-498	-1,53	-29,2
De depósitos	-921	-3,78	7,7	-698	-2,63	-24,2	-564	-1,92	-19,2	-421	-1,30	-25,3
De cesiones otros residen.	-130	-0,53	32,0	-78	-0,29	-40,0	-59	-0,20	-24,5	-28	-0,09	-53,0
De empréstitos y val. neg.	0	0,00	-12,5	0	0,00	-20,0	0	0,00	14,3	0	0,00	52,6
De entidades de crédito	-87	-0,36	4,5	-71	-0,27	-18,4	-67	-0,23	-5,6	-43	-0,13	-36,0
Del Banco de España	-23	-0,09	-33,8	-16	-0,06	-30,6	-13	-0,04	-20,1	-3	-0,01	-74,4
Rectif. por op. cobertura y otros	-3	-0,01	36,4	0	0,00	-92,0	3	0,01	—	1	0,00	-62,7
PRO MEMORIA:												
Costes financieros en euros (a)	-1.159	-4,75	8,4	-860	-3,24	-25,8	-700	-2,39	-18,6	-489	-1,51	-30,1
De depósitos	-918	-3,77	7,8	-696	-2,62	-24,2	-562	-1,92	-19,2	-420	-1,29	-25,2
De cesiones otros residen.	-130	-0,53	32,0	-78	-0,29	-40,0	-59	-0,20	-24,5	-28	-0,09	-53,0
De empréstitos y val. neg.	0	0,00	-12,5	0	0,00	-20,0	0	0,00	14,3	0	0,00	52,6
De entidades de crédito	-86	-0,35	4,6	-69	-0,26	-19,5	-65	-0,22	-6,0	-37	-0,12	-42,6
Del Banco de España	-23	-0,09	-33,8	-16	-0,06	-30,6	-13	-0,04	-20,1	-3	-0,01	-74,4
Coste imputado fdo. pens. int.	-4	-0,01	4,8	-4	-0,01	2,5	-4	-0,01	4,5	-4	-0,01	10,4
Margen de intermediación	1.031	4,23	8,1	1.057	3,98	2,6	1.086	3,70	2,8	1.139	3,51	4,9
Otros productos ordinarios	129	0,53	39,4	180	0,68	39,7	210	0,72	16,7	236	0,73	12,3
Servicio cobros y pagos	74	0,30	21,0	86	0,32	16,8	105	0,36	21,8	123	0,38	17,1
Otras comisiones (neto)	39	0,16	27,9	49	0,18	24,3	69	0,24	40,5	72	0,22	5,0
Oper. con moneda extranjera	6	0,03	41,2	7	0,03	11,2	7	0,02	0,4	6	0,02	-16,3
Otras operaciones financieras	9	0,04	—	38	0,14	306,9	29	0,10	-22,7	35	0,11	19,1
Margen ordinario	1.160	4,76	10,9	1.237	4,65	6,7	1.297	4,42	4,8	1.375	4,24	6,1
Gastos de explotación	-669	-2,75	9,3	-734	-2,76	9,7	-790	-2,69	7,6	-832	-2,56	5,4
Personal	-388	-1,59	8,8	-419	-1,58	8,0	-447	-1,52	6,7	-472	-1,45	5,7
Generales y tributos	-227	-0,93	11,7	-251	-0,94	10,6	-269	-0,92	7,2	-280	-0,86	4,0
Amortizaciones	-54	-0,22	3,6	-64	-0,24	17,7	-73	-0,25	15,1	-80	-0,25	8,4
Margen de explotación	490	2,01	13,1	503	1,89	2,6	507	1,73	0,8	543	1,67	7,1
Venta de valores e inmuebles	10	0,04	18,0	20	0,08	105,5	31	0,11	56,1	23	0,07	-25,0
Saneamientos de créditos	-110	-0,45	-4,7	-87	-0,33	-21,1	-66	-0,23	-23,6	-13	-0,04	-80,1
Saneamientos de valores y otros	-31	-0,13	19,0	-34	-0,13	9,3	-24	-0,08	-29,9	-68	-0,21	183,5
Resultados de ejercicios anteriores	12	0,05	-3,7	9	0,03	-27,4	8	0,03	-4,6	12	0,04	43,9
Otros resultados	-13	-0,05	35,8	-14	-0,05	3,7	-24	-0,08	73,3	-37	-0,11	58,0
Resultado antes de impuestos	358	1,47	18,2	397	1,49	11,0	433	1,47	8,9	460	1,42	6,3
Impuesto sobre beneficios	-60	-0,25	22,5	-65	-0,25	7,8	-72	-0,24	9,9	-74	-0,23	3,6
Resultado después de impuestos	297	1,22	17,3	332	1,25	11,7	361	1,23	8,8	386	1,19	6,8
PRO MEMORIA:												
Activos totales medios	24.374	—	15,3	26.589	—	9,1	29.355	—	10,4	32.473	—	10,6
Dividendos de bancos españoles	0	0,00	-84,2	1	0,00	109,1	1	0,00	21,7	3	0,01	231,6

Fuente: Banco de España.

(a) Para los años 1996 a 1998 se recoge la actividad realizada en pesetas. El incremento de 1999 es sobre la actividad en pesetas de 1998.

CUADRO A.1.5

**Evolución y estructura de la cuenta de resultados
Agrupaciones bancarias (diciembre de 1999)**

Millones de euros

	Banca nacional			Filiales extranjeras			Sucursales extranjeras		
	Importe	% s/ATM	%	Importe	% s/ATM	%	Importe	% s/ATM	%
Productos financieros	23.572	4,80	-11,4	2.006	4,25	-12,5	1.781	3,83	-30,1
De inversiones crediticias	12.445	2,53	-7,9	1.122	2,38	-4,8	809	1,74	-4,6
De cartera renta fija	4.263	0,87	-2,3	307	0,65	-15,3	263	0,57	-28,6
De cartera renta variable	1.471	0,30	-14,7	40	0,09	-0,9	52	0,11	-11,5
De entidades de crédito	4.562	0,93	-27,5	501	1,06	-26,6	616	1,32	-48,6
Del Banco de España	237	0,05	3,7	19	0,04	14,0	6	0,01	222,8
Rectif. por op. cobertura y otros	595	0,12	19,7	17	0,04	43,7	36	0,08	-52,3
PRO MEMORIA:									
Productos financieros en euros (a)	18.738	3,81	-7,8	1.746	3,70	-9,7	1.387	2,98	-29,1
De inversiones crediticias	10.925	2,22	-8	1.044	2,21	-4,7	619	1,33	-8,6
De cartera renta fija	3.465	0,71	3,5	303	0,64	-14,9	245	0,53	-26,4
De cartera renta variable	1.299	0,26	-9,5	35	0,07	-2,7	52	0,11	-11,5
De entidades de crédito	2.812	0,57	-18,3	345	0,73	-19,9	464	1,00	-47,4
Del Banco de España	237	0,05	3,7	19	0,04	14,0	6	0,01	222,8
Costes financieros	-14.198	-2,89	-16,4	-1.199	-2,54	-23	-1.475	-3,17	-35,0
De depósitos	-4.568	-0,93	-12	-246	-0,52	-14,7	-74	-0,16	-2,5
De cesiones otros residen.	-965	-0,20	-45,2	-131	-0,28	-38,8	-92	-0,20	-49,4
De empréstitos y val. neg.	-1.708	-0,35	19,5	-15	-0,03	5,4	-2	0	12,3
De entidades de crédito	-5.941	-1,21	-16,8	-796	-1,69	-19,8	-1.211	-2,61	-36,0
Del Banco de España	-451	-0,09	-29,5	-1	0	-95,4	-1	0	-95,7
Rectif. por op. cobertura y otros	-480	-0,10	-35,1	7	0,01	—	-92	-0,20	-1,5
PRO MEMORIA:									
Costes financieros en euros (a)	-8.848	-1,80	-13,9	-902	-1,91	-16,8	-974	-2,10	-31,6
De depósitos	-3.157	-0,64	-16,3	-165	-0,35	-24,3	-63	-0,14	11,7
De cesiones otros residen.	-965	-0,20	-45,1	-131	-0,28	-38,7	-92	-0,20	-49,1
De empréstitos y val. neg.	-998	-0,20	43,5	-7	-0,02	193,2	-1	0	23,4
De entidades de crédito	-3.281	-0,67	-3,9	-598	-1,27	-3,5	-817	-1,76	-29,9
Del Banco de España	-447	-0,09	-30,1	-1	0	-95,4	-1	0	-96,1
Coste imputado fdo. pens. int.	-84	-0,02	19,6	-17	-0,04	-1,3	-4	-0,01	-6,5
Margen de intermediación	9.374	1,91	-2,7	807	1,71	9,8	306	0,66	9,5
Otros productos ordinarios	4.037	0,82	3,1	542	1,15	9,8	226	0,49	7,6
Servicio cobros y pagos	1.805	0,37	7,3	125	0,26	7,4	17	0,04	-2,9
Otras comisiones (neto)	1.777	0,36	8,2	337	0,71	21,7	150	0,32	46,4
Oper. con moneda extranjera	356	0,07	15,5	41	0,09	-37,3	14	0,03	-85,5
Otras operaciones financieras	99	0,02	-65	39	0,08	11,9	46	0,10	—
Margen ordinario	13.411	2,73	-1,1	1.349	2,86	9,8	533	1,15	8,7
Gastos de explotación	-8.730	-1,78	0,6	-1.042	-2,21	7,5	-482	-1,04	18,1
Personal	-5.470	-1,11	0,5	-570	-1,21	7,0	-244	-0,53	14,7
Generales y tributos	-2.560	-0,52	0,6	-412	-0,87	9,8	-190	-0,41	18,7
Amortizaciones	-699	-0,14	1,2	-60	-0,13	-2,3	-48	-0,10	35,6
Margen de explotación	4.681	0,95	-4,0	306	0,65	18,6	51	0,11	-38,1
Venta de valores e inmuebles	747	0,15	-41,1	23	0,05	33,3	1	0	-87,2
Saneamientos de créditos	-605	-0,12	-16,8	-92	-0,19	275,6	-26	-0,06	687,8
Saneamientos de valores y otros	-454	-0,09	-64,9	-15	-0,03	-54,6	-19	-0,04	-27,0
Resultados de ejercicios anteriores	182	0,04	21,2	2	0,01	-73,4	4	0,01	77,4
Otros resultados	-213	-0,04	-44,3	-46	-0,10	370,4	37	0,08	1155,3
Resultado antes de impuestos	4.338	0,88	11,5	179	0,38	-18,0	48	0,10	-28,4
Impuesto sobre beneficios	-889	-0,18	38,0	-64	-0,14	8,4	-15	-0,03	-53,8
Resultado después de impuestos	3.449	0,70	6,2	115	0,24	-27,7	33	0,07	-4,6
PRO MEMORIA:									
Activos totales medios	491.172	—	4,4	47.192	—	4,6	46.459	—	-12,9
Dividendos de bancos españoles	176	0,04	-41,9	2	0	—	18	0,04	—

Fuente: Banco de España.

(a) Para los años 1996 a 1998 se recoge la actividad realizada en pesetas. El incremento de 1999 es sobre la actividad en pesetas de 1998.

CUADRO A.1.6

**Evolución y estructura de la cuenta de resultados
Agrupaciones de cajas (diciembre de 1999)**

Millones de euros

	Total cajas de ahorros			Diez grandes cajas			Resto de cajas		
	Importe	% s/ATM	%	Importe	% s/ATM	%	Importe	% s/ATM	%
Productos financieros	15.824	4,75	-9,3	9.689	4,62	-9,1	5.956	5,03	-9,2
De inversiones crediticias	10.305	3,09	-6,5	6.281	3,00	-6,2	4.021	3,40	-6,7
De cartera renta fija	3.010	0,90	-14,7	1.622	0,77	-18,8	1.339	1,13	-10,2
De cartera renta variable	805	0,24	35,8	664	0,32	36,7	139	0,12	31,6
De entidades de crédito	1.566	0,47	-24,2	1.047	0,50	-20,0	392	0,33	-31,2
Del Banco de España	224	0,07	7,1	132	0,06	11,5	91	0,08	3,1
Rectif. por op. cobertura y otros	-86	-0,03	—	-57	-0,03	—	-26	-0,02	633,7
PRO MEMORIA:									
Productos financieros en euros (a)	15.450	4,64	-6,8	9.440	4,51	-5,1	5.894	4,98	-9,0
De inversiones crediticias	10.207	3,07	-6,0	6.207	2,96	-5,5	3.996	3,38	-6,7
De cartera renta fija	2.936	0,88	-12,9	1.599	0,76	-15,1	1.288	1,09	-11,0
De cartera renta variable	799	0,24	37,0	660	0,31	38,1	138	0,12	31,5
De entidades de crédito	1.285	0,39	-17,6	843	0,40	-6,0	381	0,32	-31,2
Del Banco de España	224	0,07	7,1	132	0,06	11,5	91	0,08	3,1
Costes financieros	-6.605	-1,98	-23,5	-4.278	-2,04	-23,2	-2.190	-1,85	-23,9
De depósitos	-3.508	-1,05	-19,8	-2.157	-1,03	-16,6	-1.328	-1,12	-24,3
De cesiones otros residen.	-1.220	-0,37	-40,2	-762	-0,36	-45,1	-444	-0,38	-29,6
De empréstitos y val. neg.	-585	-0,18	7,0	-494	-0,24	7,5	-91	-0,08	4,3
De entidades de crédito	-1.233	-0,37	-9,8	-877	-0,42	-12,7	-254	-0,21	-2,0
Del Banco de España	-74	-0,02	-71,1	-52	-0,03	-62,8	-20	-0,02	-76,7
Rectif. por op. cobertura y otros	89	0,03	218,6	93	0,04	165,3	-10	-0,01	19,1
PRO MEMORIA:									
Costes financieros en euros (a)	-6.266	-1,88	-20,6	-4.105	-1,96	-18,2	-2.080	-1,76	-24,5
De depósitos	-3.438	-1,03	-19,8	-2.101	-1,00	-16,4	-1.314	-1,11	-24,4
De cesiones otros residen.	-1.220	-0,37	-40,2	-762	-0,36	-45,1	-444	-0,38	-29,6
De empréstitos y val. neg.	-582	-0,17	7,0	-490	-0,23	7,4	-91	-0,08	5,0
De entidades de crédito	-952	-0,29	23,9	-699	-0,33	34,9	-211	-0,18	-1,0
Del Banco de España	-74	-0,02	-71,1	-52	-0,03	-62,8	-20	-0,02	-76,7
Coste imputado fdo. pens. int.	-73	-0,02	-2,8	-30	-0,01	21,0	-42	-0,04	-14,3
Margen de intermediación	9.219	2,77	4,5	5.410	2,58	6,4	3.766	3,18	2,2
Otros productos ordinarios	2.455	0,74	3,3	1.651	0,79	1,7	749	0,63	6,1
Servicio cobros y pagos	1.172	0,35	15,7	781	0,37	16,3	363	0,31	14,6
Otras comisiones (neto)	928	0,28	5,7	655	0,31	3,5	252	0,21	11,2
Oper. con moneda extranjera	105	0,03	-14,1	72	0,03	-14,3	25	0,02	-9,8
Otras operaciones financieras	250	0,07	-30,9	144	0,07	-39,0	109	0,09	-19,4
Margen ordinario	11.675	3,51	4,3	7.062	3,37	5,2	4.514	3,82	2,8
Gastos de explotación	-7.497	-2,25	4,7	-4.619	-2,20	5,5	-2.788	-2,36	3,4
Personal	-4.489	-1,35	5,5	-2.777	-1,33	6,6	-1.665	-1,41	3,7
Generales y tributos	-2.171	-0,65	3,2	-1.275	-0,61	3,0	-860	-0,73	3,8
Amortizaciones	-837	-0,25	4,1	-567	-0,27	6,1	-263	-0,22	0,0
Margen de explotación	4.178	1,25	3,6	2.443	1,17	4,6	1.726	1,46	1,9
Venta de valores e inmuebles	925	0,28	6,7	612	0,29	7,8	310	0,26	6,4
Saneamientos de créditos	-517	-0,16	-12,8	-269	-0,13	-33,9	-247	-0,21	33,1
Saneamientos de valores y otros	-472	-0,14	-40,5	-252	-0,12	-48,6	-219	-0,19	-26,8
Resultados de ejercicios anteriores	132	0,04	-16,3	63	0,03	-26,9	68	0,06	-4,4
Otros resultados	-374	-0,11	185,9	-373	-0,18	162,2	-31	-0,03	94,6
Resultado antes de impuestos	3.871	1,16	9,3	2.224	1,06	14,1	1.607	1,36	3,3
Impuesto sobre beneficios	-866	-0,26	9,4	-408	-0,19	10,3	-446	-0,38	8,1
Resultado después de impuestos	3.005	0,90	9,3	1.816	0,87	15,0	1.162	0,98	1,6
PRO MEMORIA:									
Activos totales medios	332.996	—	11,2	209.491	—	12,3	118.302	—	10,2
Dividendos de bancos españoles	33	0,01	23,5	25	0,01	10,3	8	0,01	96,4

Fuente: Banco de España.

(a) Para los años 1996 a 1998 se recoge la actividad realizada en pesetas. El incremento de 1999 es sobre la actividad en pesetas de 1998.

CUADRO A.1.7

**Evolución y estructura de la cuenta de resultados
Agrupaciones de cooperativas (diciembre de 1999)**

Millones de euros

	Total cooperativas			Total cajas rurales			Total no rurales		
	Importe	% s/ATM	%	Importe	% s/ATM	%	Importe	% s/ATM	%
Productos financieros	1.637	5,04	-8,5	1.321	5,18	-8,4	317	4,54	-9,2
De inversiones crediticias	1.207	3,72	-3,0	997	3,91	-1,9	211	3,02	-7,4
De cartera renta fija	224	0,69	-6,7	180	0,71	-6,9	44	0,63	-6,1
De cartera renta variable	13	0,04	-13,5	6	0,02	20,3	7	0,10	-29,0
De entidades de crédito	148	0,46	-41,6	119	0,47	-43,5	29	0,42	-32,7
Del Banco de España	24	0,08	14,0	19	0,08	15,4	5	0,07	8,9
Rectif. por op. cobertura y otros	21	0,06	28,8	0	0,00	44,8	20	0,29	28,4
PRO MEMORIA:									
Productos financieros en euros (a)	1.608	4,95	-9,1	1.320	5,18	-8,1	288	4,13	-13,0
De inversiones crediticias	1.206	3,71	-2,8	996	3,91	-1,7	210	3,01	-7,7
De cartera renta fija	218	0,67	-8,7	180	0,70	-6,6	38	0,55	-17,5
De cartera renta variable	12	0,04	-17,2	6	0,02	20,8	7	0,10	-34,6
De entidades de crédito	147	0,45	-41,6	119	0,47	-43,3	29	0,41	-33,6
Del Banco de España	24	0,08	14,3	19	0,08	15,8	5	0,07	8,9
Costes financieros	-498	-1,53	-29,2	-388	-1,52	-29,7	-110	-1,58	-27,3
De depósitos	-421	-1,30	-25,3	-341	-1,34	-27,3	-80	-1,15	-15,6
De cesiones otros residen.	-28	-0,09	-53,0	-7	-0,03	-56,2	-21	-0,30	-51,9
De empréstitos y val. neg.	0	0,00	52,6	0	0,00	75,6	0	0,00	-47,2
De entidades de crédito	-43	-0,13	-36,0	-33	-0,13	-42,0	-9	-0,13	3,0
Del Banco de España	-3	-0,01	-74,4	-3	-0,01	-65,0	0	0,00	-98,4
Rectif. por op. cobertura y otros	1	0,00	-62,7	0	0,00	-86,3	1	0,01	154,6
PRO MEMORIA:									
Costes financieros en euros (a)	-489	-1,51	-30,1	-384	-1,51	-30,2	-105	-1,51	-30,1
De depósitos	-420	-1,29	-25,2	-341	-1,34	-27,1	-80	-1,14	-16,0
De cesiones otros residen.	-28	-0,09	-53,0	-7	-0,03	-56,2	-21	-0,30	-51,9
De empréstitos y val. neg.	0	0,00	52,6	0	0,00	75,6	0	0,00	-47,2
De entidades de crédito	-37	-0,12	-42,6	-33	-0,13	-41,9	-4	-0,06	-47,4
Del Banco de España	-3	-0,01	-74,4	-3	-0,01	-65,0	0	0,00	-98,4
Coste imputado fdo. pens. int.	-4	-0,01	10,4	-4	-0,02	10,7	0	0,00	4,2
Margen de intermediación	1.139	3,51	4,9	933	3,66	4,9	207	2,96	4,7
Otros productos ordinarios	236	0,73	12,3	145	0,57	13,8	91	1,30	10,0
Servicio cobros y pagos	123	0,38	17,1	91	0,36	18,9	31	0,45	12,3
Otras comisiones (neto)	72	0,22	5,0	33	0,13	8,7	39	0,56	2,0
Oper. con moneda extranjera	6	0,02	-16,3	5	0,02	-10,1	1	0,01	-43,8
Otras operaciones financieras	35	0,11	19,1	15	0,06	6,8	19	0,28	31,2
Margen ordinario	1.375	4,24	6,1	1.078	4,23	6,0	297	4,26	6,3
Gastos de explotación	-832	-2,56	5,4	-674	-2,64	5,5	-158	-2,26	5,1
Personal	-472	-1,45	5,7	-387	-1,52	5,3	-86	-1,23	7,6
Generales y tributos	-280	-0,86	4,0	-228	-0,89	4,0	-53	-0,76	4,1
Amortizaciones	-80	-0,25	8,4	-60	-0,24	12,1	-20	-0,28	-1,9
Margen de explotación	543	1,67	7,1	404	1,58	6,9	139	1,99	7,6
Venta de valores e inmuebles	23	0,07	-25,0	16	0,06	-2,2	7	0,11	-50,0
Saneamientos de créditos	-13	-0,04	-80,1	-33	-0,13	-48,2	19	0,28	—
Saneamientos de valores y otros	-68	-0,21	183,5	-70	-0,28	212,9	2	0,03	—
Resultados de ejercicios anteriores	12	0,04	43,9	11	0,04	24,4	1	0,02	—
Otros resultados	-37	-0,11	58,0	-3	-0,01	-61,8	-34	-0,49	115,0
Resultado antes de impuestos	460	1,42	6,3	325	1,27	4,8	135	1,93	9,8
Impuesto sobre beneficios	-74	-0,23	3,6	-54	-0,21	1,8	-20	-0,29	8,6
Resultado después de impuestos	386	1,19	6,8	271	1,06	5,5	115	1,64	10,0
PRO MEMORIA:									
Activos totales medios	32.473	—	10,6	25.495	—	9,9	6.978	—	13,5
Dividendos de bancos españoles	3	0,01	231,6	2	0,01	153,1	1	0,01	2793,3

Fuente: Banco de España.

(a) Para los años 1996 a 1998 se recoge la actividad realizada en pesetas. El incremento de 1999 es sobre la actividad en pesetas de 1998.

CUADRO A.2.1

Rentabilidad y costes medios

	Entidades de depósito				Bancos				Cajas				Cooperativas			
	1996	1997	1998	1999	1996	1997	1998	1999	1996	1997	1998	1999	1996	1997	1998	1999
TOTAL ACTIVOS FINANCIEROS																
RENTABLES (AFR)	9,03	7,18	6,06	5,04	8,88	6,96	5,91	5,01	9,25	7,54	6,30	5,07	9,74	7,79	6,54	5,33
Inversión crediticia (a)	9,99	7,99	6,59	5,40	9,71	7,68	6,42	5,34	10,31	8,37	6,78	5,43	11,07	8,88	7,14	5,83
<i>Crédito comercial (b)</i>	<i>11,07</i>	<i>8,41</i>	<i>6,91</i>	<i>5,60</i>	<i>10,84</i>	<i>8,19</i>	<i>6,75</i>	<i>5,50</i>	<i>11,83</i>	<i>9,09</i>	<i>7,35</i>	<i>5,83</i>	<i>12,01</i>	<i>9,11</i>	<i>7,33</i>	<i>5,95</i>
<i>Crédito con garantía real (b)</i>	<i>10,64</i>	<i>8,56</i>	<i>6,78</i>	<i>5,33</i>	<i>10,54</i>	<i>8,39</i>	<i>6,65</i>	<i>5,19</i>	<i>10,71</i>	<i>8,69</i>	<i>6,90</i>	<i>5,44</i>	<i>10,73</i>	<i>8,52</i>	<i>6,61</i>	<i>5,34</i>
<i>Otros créditos (b)</i>	<i>10,91</i>	<i>8,52</i>	<i>6,91</i>	<i>5,59</i>	<i>10,56</i>	<i>8,14</i>	<i>6,75</i>	<i>5,47</i>	<i>11,48</i>	<i>9,14</i>	<i>7,07</i>	<i>5,67</i>	<i>12,49</i>	<i>10,05</i>	<i>8,27</i>	<i>6,75</i>
Cartera de renta fija	9,07	7,51	6,71	5,55	8,75	7,17	6,48	5,34	9,50	7,96	7,02	5,89	9,74	8,31	7,63	6,28
Cartera de renta variable	6,08	6,11	6,62	5,41	6,49	6,95	7,81	5,54	4,98	4,46	4,61	5,31	4,59	3,34	2,99	2,14
Intermediarios financieros	6,86	5,48	4,46	3,59	6,86	5,51	4,46	3,74	6,80	5,41	4,45	3,21	7,55	5,43	4,36	2,96
<i>Plazo y adquisición temporal</i>	<i>6,93</i>	<i>5,48</i>	<i>4,42</i>	<i>3,58</i>	<i>6,92</i>	<i>5,51</i>	<i>4,45</i>	<i>3,76</i>	<i>6,89</i>	<i>5,35</i>	<i>4,34</i>	<i>3,12</i>	<i>7,71</i>	<i>5,41</i>	<i>4,32</i>	<i>2,83</i>
<i>Banco de España</i>	<i>6,15</i>	<i>6,05</i>	<i>6,14</i>	<i>4,16</i>	<i>6,12</i>	<i>5,94</i>	<i>6,06</i>	<i>4,02</i>	<i>6,18</i>	<i>6,17</i>	<i>6,23</i>	<i>4,32</i>	<i>6,05</i>	<i>6,05</i>	<i>6,17</i>	<i>4,15</i>
PRO MEMORIA:																
AFR en euros (c)	9,22	7,36	6,11	4,90	9,06	7,14	5,91	4,70	9,42	7,66	6,39	5,17	9,77	7,82	6,50	5,26
Inversión crediticia (a)	10,27	8,18	6,67	5,34	10,12	7,92	6,51	5,21	10,41	8,44	6,82	5,46	11,08	8,89	7,15	5,83
<i>Crédito comercial (b)</i>	<i>11,10</i>	<i>8,42</i>	<i>6,91</i>	<i>5,60</i>	<i>10,87</i>	<i>8,20</i>	<i>6,75</i>	<i>5,50</i>	<i>11,91</i>	<i>9,13</i>	<i>7,36</i>	<i>5,83</i>	<i>11,74</i>	<i>8,96</i>	<i>7,23</i>	<i>5,95</i>
<i>Crédito con garantía real (b)</i>	<i>10,69</i>	<i>8,59</i>	<i>6,80</i>	<i>5,34</i>	<i>10,61</i>	<i>8,42</i>	<i>6,67</i>	<i>5,20</i>	<i>10,74</i>	<i>8,72</i>	<i>6,91</i>	<i>5,45</i>	<i>10,74</i>	<i>8,53</i>	<i>6,61</i>	<i>5,34</i>
<i>Otros créditos (b)</i>	<i>11,24</i>	<i>8,73</i>	<i>7,02</i>	<i>5,59</i>	<i>10,93</i>	<i>8,36</i>	<i>6,87</i>	<i>5,46</i>	<i>11,72</i>	<i>9,30</i>	<i>7,15</i>	<i>5,70</i>	<i>12,53</i>	<i>10,07</i>	<i>8,29</i>	<i>6,76</i>
Cartera de renta fija	9,22	7,52	6,74	5,43	8,95	7,10	6,42	5,02	9,53	8,02	7,09	6,07	9,58	8,24	7,65	6,23
Cartera de renta variable	7,12	7,17	7,35	5,89	8,00	8,87	9,37	6,35	5,19	4,60	4,81	5,37	4,61	3,34	3,08	2,07
Intermediarios financieros	7,54	5,55	4,19	3,16	7,66	5,61	4,13	3,19	7,22	5,39	4,34	3,10	7,63	5,49	4,38	2,95
<i>Plazo y adquisición temporal</i>	<i>7,71</i>	<i>5,54</i>	<i>4,11</i>	<i>3,11</i>	<i>7,82</i>	<i>5,62</i>	<i>4,08</i>	<i>3,17</i>	<i>7,41</i>	<i>5,32</i>	<i>4,19</i>	<i>2,99</i>	<i>7,82</i>	<i>5,49</i>	<i>4,34</i>	<i>2,83</i>
<i>Banco de España</i>	<i>6,15</i>	<i>6,05</i>	<i>6,14</i>	<i>4,16</i>	<i>6,12</i>	<i>5,94</i>	<i>6,06</i>	<i>4,02</i>	<i>6,18</i>	<i>6,17</i>	<i>6,23</i>	<i>4,32</i>	<i>6,04</i>	<i>6,05</i>	<i>6,17</i>	<i>4,15</i>
TOTAL PASIVOS FINANCIEROS																
ONEROSOS (PFO)	6,64	4,83	3,82	2,88	7,09	5,18	4,15	3,31	5,88	4,26	3,28	2,25	5,54	3,79	2,79	1,78
Total PFO sin fondos de pensiones internos	6,63	4,82	3,81	2,87	7,09	5,17	4,14	3,30	5,86	4,24	3,27	2,24	5,54	3,78	2,78	1,77
Financiación no interbancaria	5,86	4,23	3,29	2,44	5,96	4,37	3,50	2,77	5,78	4,13	3,12	2,14	5,38	3,67	2,68	1,71
Acreedores otros residentes	5,76	3,96	2,94	1,90	5,85	3,94	2,93	1,85	5,70	4,02	2,98	1,96	5,36	3,65	2,66	1,69
<i>Cuentas corrientes</i>	<i>2,89</i>	<i>1,94</i>	<i>1,49</i>	<i>0,96</i>	<i>2,92</i>	<i>1,93</i>	<i>1,47</i>	<i>0,86</i>	<i>2,84</i>	<i>1,97</i>	<i>1,52</i>	<i>1,12</i>	<i>2,93</i>	<i>1,97</i>	<i>1,48</i>	<i>0,89</i>
<i>Cuentas de ahorro</i>	<i>1,93</i>	<i>1,15</i>	<i>0,78</i>	<i>0,44</i>	<i>2,08</i>	<i>1,13</i>	<i>0,75</i>	<i>0,44</i>	<i>1,87</i>	<i>1,16</i>	<i>0,78</i>	<i>0,42</i>	<i>1,64</i>	<i>1,12</i>	<i>0,88</i>	<i>0,59</i>
<i>Plazo y participaciones</i>	<i>7,31</i>	<i>5,22</i>	<i>3,94</i>	<i>2,83</i>	<i>7,42</i>	<i>5,25</i>	<i>3,96</i>	<i>2,90</i>	<i>7,35</i>	<i>5,30</i>	<i>4,00</i>	<i>2,80</i>	<i>6,15</i>	<i>4,39</i>	<i>3,34</i>	<i>2,67</i>
<i>Cesión temporal</i>	<i>7,94</i>	<i>5,61</i>	<i>4,38</i>	<i>2,97</i>	<i>7,80</i>	<i>5,42</i>	<i>4,16</i>	<i>2,72</i>	<i>8,14</i>	<i>5,86</i>	<i>4,66</i>	<i>3,28</i>	<i>7,85</i>	<i>5,39</i>	<i>4,12</i>	<i>2,78</i>
Empréstitos y val. negociables	8,85	7,99	7,05	5,54	9,11	8,41	7,82	6,33	8,28	6,96	5,58	4,04	9,37	7,45	4,70	3,82
Intermediarios financieros (e)	6,87	5,42	4,45	3,58	6,95	5,48	4,50	3,69	6,30	5,00	4,21	3,00	7,38	5,09	4,12	2,79
<i>Plazo y cesión temporal de ECA</i>	<i>6,81</i>	<i>5,41</i>	<i>4,47</i>	<i>3,53</i>	<i>6,88</i>	<i>5,46</i>	<i>4,51</i>	<i>3,64</i>	<i>6,21</i>	<i>5,02</i>	<i>4,27</i>	<i>3,00</i>	<i>7,41</i>	<i>5,05</i>	<i>4,07</i>	<i>2,84</i>
<i>Banco de España</i>	<i>7,24</i>	<i>5,24</i>	<i>4,04</i>	<i>3,77</i>	<i>7,43</i>	<i>5,34</i>	<i>4,12</i>	<i>3,99</i>	<i>6,57</i>	<i>4,93</i>	<i>3,82</i>	<i>2,83</i>	<i>7,59</i>	<i>5,37</i>	<i>4,48</i>	<i>2,86</i>
PRO MEMORIA:																
PFO sin fondos de pensiones	6,36	4,49	3,36	2,43	6,71	4,72	3,52	2,61	5,89	4,22	3,19	2,24	5,54	3,79	2,80	1,76
Financiación no interbancaria	5,89	4,13	3,10	2,19	6,03	4,18	3,14	2,30	5,79	4,13	3,11	2,13	5,38	3,67	2,68	1,71
Acreedores otros residentes	5,77	3,96	2,93	1,89	5,89	3,94	2,91	1,83	5,71	4,02	2,98	1,96	5,36	3,65	2,66	1,69
<i>Cuentas corrientes</i>	<i>2,91</i>	<i>1,93</i>	<i>1,47</i>	<i>0,94</i>	<i>2,94</i>	<i>1,91</i>	<i>1,44</i>	<i>0,82</i>	<i>2,84</i>	<i>1,97</i>	<i>1,52</i>	<i>1,12</i>	<i>2,95</i>	<i>1,97</i>	<i>1,49</i>	<i>0,88</i>
<i>Cuentas de ahorro</i>	<i>1,93</i>	<i>1,15</i>	<i>0,78</i>	<i>0,44</i>	<i>2,08</i>	<i>1,13</i>	<i>0,76</i>	<i>0,44</i>	<i>1,87</i>	<i>1,16</i>	<i>0,78</i>	<i>0,42</i>	<i>1,64</i>	<i>1,12</i>	<i>0,88</i>	<i>0,59</i>
<i>Plazo y participaciones</i>	<i>7,33</i>	<i>5,22</i>	<i>3,91</i>	<i>2,81</i>	<i>7,48</i>	<i>5,26</i>	<i>3,90</i>	<i>2,85</i>	<i>7,36</i>	<i>5,30</i>	<i>4,00</i>	<i>2,79</i>	<i>6,15</i>	<i>4,39</i>	<i>3,34</i>	<i>2,67</i>
<i>Cesión temporal</i>	<i>7,94</i>	<i>5,61</i>	<i>4,39</i>	<i>2,97</i>	<i>7,80</i>	<i>5,42</i>	<i>4,16</i>	<i>2,72</i>	<i>8,14</i>	<i>5,86</i>	<i>4,66</i>	<i>3,28</i>	<i>7,85</i>	<i>5,39</i>	<i>4,12</i>	<i>2,78</i>
Empréstitos y val. negociables	9,33	8,47	7,24	5,04	10,06	9,76	9,24	5,84	8,28	7,00	5,66	4,07	9,37	7,45	4,70	3,82
Intermediarios financieros (d)	7,59	5,50	4,06	3,04	7,75	5,58	4,09	3,05	6,67	5,07	3,87	3,00	7,60	5,25	4,25	2,59
<i>Plazo y cesión temporal de ECA</i>	<i>7,71</i>	<i>5,50</i>	<i>4,01</i>	<i>2,91</i>	<i>7,85</i>	<i>5,57</i>	<i>4,03</i>	<i>2,90</i>	<i>6,75</i>	<i>5,12</i>	<i>3,85</i>	<i>2,99</i>	<i>7,71</i>	<i>5,25</i>	<i>4,24</i>	<i>2,62</i>
<i>Banco de España</i>	<i>7,23</i>	<i>5,24</i>	<i>4,04</i>	<i>3,75</i>	<i>7,43</i>	<i>5,34</i>	<i>4,12</i>	<i>3,97</i>	<i>6,57</i>	<i>4,93</i>	<i>3,82</i>	<i>2,83</i>	<i>7,59</i>	<i>5,37</i>	<i>4,48</i>	<i>2,86</i>
DIFERENCIALES:																
Actividad total																
<i>Diferencial total</i>	<i>2,39</i>	<i>2,34</i>	<i>2,24</i>	<i>2,16</i>	<i>1,79</i>	<i>1,78</i>	<i>1,76</i>	<i>1,70</i>	<i>3,37</i>	<i>3,28</i>	<i>3,03</i>	<i>2,82</i>	<i>4,19</i>	<i>4,00</i>	<i>3,76</i>	<i>3,55</i>
<i>Diferencial de clientes (f)</i>	<i>4,13</i>	<i>3,76</i>	<i>3,29</i>	<i>2,96</i>	<i>3,75</i>	<i>3,31</i>	<i>2,92</i>	<i>2,57</i>	<i>4,53</i>	<i>4,24</i>	<i>3,66</i>	<i>3,29</i>	<i>5,69</i>	<i>5,21</i>	<i>4,46</i>	<i>4,11</i>
Actividad en euros (c)																
<i>Diferencial de clientes en euros (f)</i>	<i>4,38</i>	<i>4,05</i>	<i>3,57</i>	<i>3,15</i>	<i>4,09</i>	<i>3,75</i>	<i>3,38</i>	<i>2,91</i>	<i>4,61</i>	<i>4,32</i>	<i>3,71</i>	<i>3,33</i>	<i>5,69</i>	<i>5,22</i>	<i>4,47</i>	<i>4,12</i>

Fuente: Banco de España.

(a) Comprende dudosos.

(b) No incluye dudosos y se refiere solo al sector privado (otros residentes).

(c) Para los años 1996 a 1998 se refiere a la actividad en pesetas.

(d) Incluye el coste imputado a los fondos de pensiones internos (FPI).

(e) Incluye los créditos de provisión y los préstamos del Banco de España y del Fondo de Garantía de Depósitos.

(f) Inversión crediticia – Financiación no interbancaria.

CUADRO A.2.2

Estructura de la inversión y financiación neta (a)

	Entidades de depósito				Bancos				Cajas				Cooperativas			
	1996	1997	1998	1999	1996	1997	1998	1999	1996	1997	1998	1999	1996	1997	1998	1999
TOTAL ACTIVOS FINANCIEROS																
RENTABLES (AFR)	92,9	93,0	93,2	93,6	93,4	93,4	93,5	93,4	92,0	92,1	92,4	93,7	92,6	92,9	93,2	94,6
Inversión crediticia (b)	42,7	44,7	47,0	50,5	39,2	40,8	42,5	46,0	48,5	51,1	54,3	57,0	50,7	54,7	59,3	63,8
Cartera de renta fija	16,0	15,5	14,7	15,3	14,7	14,4	13,8	15,5	18,9	18,2	16,8	15,4	11,7	11,4	10,7	11,0
Cartera de renta variable	3,6	3,8	4,1	4,6	4,1	4,0	4,1	4,8	2,8	3,6	4,3	4,6	1,1	1,4	1,7	1,9
Entidades de crédito	29,0	27,7	26,5	21,9	34,0	33,3	32,4	26,0	19,5	17,4	15,9	15,2	26,8	23,6	20,3	16,2
Banco de España	1,7	1,3	0,9	1,3	1,3	1,1	0,7	1,1	2,2	1,8	1,1	1,6	2,4	1,8	1,2	1,8
PRO MEMORIA:																
AFR en euros (d)	78,3	77,5	77,6	83,6	73,5	71,9	72,0	79,5	86,3	86,9	86,6	89,8	92,0	92,3	92,6	94,2
Inversión crediticia (b)	39,8	41,1	43,0	47,3	35,1	35,6	36,8	41,3	47,7	50,1	53,1	56,2	50,6	54,5	59,2	63,7
Cartera de renta fija	14,3	13,8	12,6	13,9	12,1	11,9	11,0	13,7	18,7	17,7	15,9	14,5	11,9	11,5	10,6	10,8
Cartera de renta variable	2,9	3,1	3,2	3,9	3,2	2,9	2,9	3,7	2,7	3,5	4,0	4,5	1,1	1,4	1,6	1,8
Entidades de crédito	19,6	18,3	17,9	17,2	21,7	20,4	20,6	19,7	15,0	13,8	12,5	13,1	26,4	23,3	20,1	16,1
Banco de España	1,7	1,3	0,9	1,3	1,3	1,1	0,7	1,1	2,2	1,8	1,1	1,6	2,4	1,8	1,2	1,8
OTRAS CUENTAS DE ACTIVO	7,1	7,0	6,8	6,4	6,6	6,6	6,5	6,6	8,0	7,9	7,6	6,3	7,4	7,1	6,8	5,4
Inmovilizado	2,7	2,7	2,4	2,2	2,2	2,1	1,8	1,7	3,6	3,8	3,5	3,1	3,0	3,2	3,1	2,9
Aplicación OB-S (solo cajas)	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	0,3	0,3	0,3	0,1	0,1	0,1	0,1
Cuentas de periodificación y otras	4,3	4,3	4,3	4,1	4,4	4,5	4,7	4,8	4,1	3,8	3,8	3,0	4,2	3,7	3,6	2,4
ACTIVO TOTAL MEDIO	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
TOTAL PASIVOS FINANCIEROS																
ONEROSOS (PFO)	87,8	87,8	87,9	87,5	87,7	87,8	88,1	87,3	88,1	87,8	87,9	88,1	86,4	86,1	86,0	86,0
Total PFO sin fondos de pensiones internos	87,5	87,4	87,6	87,1	87,5	87,6	87,8	87,0	87,6	87,3	87,4	87,6	86,2	85,9	85,8	85,8
Financiación no interbancaria	57,8	57,4	56,6	58,5	46,9	46,3	46,0	48,1	76,7	76,5	74,6	74,6	80,2	79,5	79,3	80,7
Acreedores otros residentes	49,1	47,9	46,9	46,2	36,3	34,8	34,4	33,3	70,8	70,1	67,6	65,9	78,2	77,5	77,0	78,2
Cuentas corrientes	8,2	8,8	9,7	11,2	7,9	8,5	9,2	10,5	8,4	9,2	10,3	12,1	10,6	11,8	12,8	14,0
Cuentas de ahorro	9,2	9,3	9,4	10,3	4,9	4,9	4,9	5,5	16,4	16,6	16,6	17,2	19,6	20,7	22,7	25,4
Plazo y participaciones	21,1	18,5	17,0	16,2	14,1	11,8	11,2	9,9	32,6	29,2	26,1	25,4	41,2	39,5	36,6	35,8
Cesión temporal	10,6	11,3	10,8	8,6	9,4	9,5	9,1	7,5	13,4	15,2	14,6	11,2	6,8	5,4	4,9	3,1
Empréstitos y val. negociables	2,5	3,1	3,1	4,4	2,8	3,4	3,2	4,7	2,3	2,7	3,3	4,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Otros pasivos onerosos	6,2	6,4	6,6	7,9	7,8	8,1	8,3	10,2	3,6	3,7	3,7	4,3	1,9	2,0	2,3	2,5
Entidades de crédito (e)	25,6	27,6	28,4	27,2	35,7	38,4	38,9	36,9	8,1	9,0	10,6	12,3	4,8	5,3	5,6	4,7
Banco de España	4,1	2,5	2,7	1,5	4,8	3,0	2,9	1,9	2,8	1,9	2,2	0,8	1,2	1,1	1,0	0,4
PRO MEMORIA:																
PFO sin fondos de pensiones internos en euros (d)	74,4	72,0	70,8	75,6	68,3	65,0	63,9	70,2	85,1	84,1	82,5	84,1	85,8	85,4	85,3	85,5
Financiación no interbancaria	54,1	53,1	51,6	54,1	41,5	40,0	38,7	41,5	76,0	75,8	73,6	73,8	79,9	79,3	79,0	80,6
Acreedores otros residentes	48,6	47,4	46,3	45,9	35,7	34,1	33,7	32,7	70,7	70,0	67,4	65,8	78,0	77,3	76,8	78,2
Cuentas corrientes	8,0	8,6	9,5	11,0	7,7	8,2	8,8	10,2	8,4	9,1	10,3	12,1	10,5	11,7	12,7	14,0
Cuentas de ahorro	9,2	9,3	9,4	10,3	4,9	4,9	4,9	5,5	16,4	16,6	16,6	17,2	19,6	20,7	22,7	25,4
Plazo y participaciones	20,8	18,2	16,7	16,0	13,7	11,5	10,9	9,6	32,5	29,2	25,9	25,4	41,2	39,5	36,6	35,8
Cesión temporal	10,6	11,3	10,8	8,6	9,4	9,5	9,1	7,5	13,4	15,2	14,6	11,2	6,8	5,4	4,9	3,1
Empréstitos y val. negociables	1,9	1,9	1,9	3,3	1,8	1,6	1,3	2,9	2,3	2,7	3,2	4,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Otros pasivos onerosos	3,6	3,8	3,4	4,9	4,1	4,2	3,6	5,8	2,9	3,1	3,1	3,7	1,9	2,0	2,2	2,4
Entidades de crédito (d)	16,3	16,4	16,5	20,0	22,0	22,1	22,3	26,9	6,3	6,4	6,6	9,5	4,6	5,0	5,3	4,5
Banco de España	4,1	2,5	2,6	1,5	4,8	3,0	2,9	1,9	2,8	1,9	2,2	0,8	1,2	1,1	1,0	0,4
Fondos de pensiones internos	0,3	0,3	0,3	0,4	0,3	0,2	0,2	0,3	0,5	0,5	0,5	0,5	0,2	0,2	0,2	0,2
OTRAS CUENTAS DE PASIVO	12,2	12,2	12,1	12,5	12,3	12,2	11,9	12,7	11,9	12,2	12,1	11,9	13,6	13,9	14,0	14,0
Recursos propios y fondos especiales	7,8	7,6	7,5	7,4	7,3	6,9	6,7	6,6	8,4	8,8	8,8	8,5	10,3	10,7	10,9	11,0
Cuentas de periodificación y otras	4,4	4,6	4,5	5,0	5,0	5,3	5,3	6,1	3,5	3,4	3,3	3,4	3,3	3,1	3,1	3,0
PRO MEMORIA: TOTAL EUROS Y MONEDA EXTRANJERA:																
Crédito a tipo variable	16,7	18,6	21,4	24,3	13,9	15,4	16,9	19,6	22,1	24,7	29,8	31,7	15,6	19,9	23,8	32,8
Dudosos	1,8	1,3	0,9	0,7	1,5	1,1	0,7	0,6	2,3	1,7	1,2	0,9	2,4	2,0	1,7	1,4
Cartera de negociación	1,8	2,0	2,3	2,1	2,6	2,9	3,4	3,1	0,4	0,3	0,4	0,5	0,1	0,2	0,4	0,3
Financiación subordinada computable	0,8	1,2	1,4	1,8	1,0	1,6	1,9	2,3	0,6	0,6	0,7	1,2	0,0	0,0	0,0	0,0

Fuente: Banco de España.

- (a) En porcentaje sobre activos totales medios.
 (b) Comprende dudosos.
 (c) No incluye dudosos y se refiere solo al sector privado (otros residentes).
 (d) Para los años 1996 a 1998 se refiere a la actividad realizada en pesetas.
 (e) Incluye el coste imputado a los fondos de pensiones internos (FPI).
 (f) Incluye los créditos de provisión y los préstamos del Fondo de Garantía de Depósitos.

CUADRO A.2.3

Rentabilidades, costes medios y estructura de balance (a)
Agrupaciones bancarias

%

	Banca nacional				Filiales extranjeras				Sucursales extranjeras			
	Ratio media		Estructura		Ratio media		Estructura		Ratio media		Estructura	
	1999	Variación	1999	Variación	1999	Variación	1999	Variación	1999	Variación	1999	Variación
TOTAL ACTIVOS FINANCIEROS												
RENTABLES (AFR)	5,12	-0,92	93,8	0,2	4,55	-0,95	93,3	1,1	4,27	-0,82	89,7	-4,0
Inversión crediticia (b)	5,40	-1,11	47,0	2,8	5,15	-1,18	46,2	4,9	4,84	-0,63	36,0	6,9
Cartera de renta fija	5,48	-1,18	15,8	1,9	5,04	-0,71	12,9	-1,1	3,96	-1,47	14,3	1,6
Cartera de renta variable	5,55	-2,35	5,4	0,8	7,82	1,35	1,1	-0,3	4,28	-2,32	2,6	1,0
Intermediarios financieros	3,81	-0,66	25,6	-5,3	3,32	-1,03	33,2	-2,5	3,63	-0,84	36,9	-13,4
PRO MEMORIA:												
AFR en euros (c)	4,81	-1,26	79,3	8,2	4,40	-1,15	84,1	6,9	3,88	-0,97	76,8	1,4
Inversión crediticia (b)	5,26	-1,33	42,3	4,0	5,11	-1,30	43,3	5,4	4,53	-0,96	29,4	6,3
Cartera de renta fija	5,12	-1,49	13,8	3,0	5,02	-0,88	12,8	-0,6	3,86	-1,50	13,7	2,0
Cartera de renta variable	6,42	-3,17	4,1	0,9	8,49	1,98	0,9	-0,4	4,44	-2,83	2,5	1,0
Intermediarios financieros	3,24	-0,88	19,2	0,2	2,83	-1,17	27,2	2,5	3,23	-1,00	31,3	-7,9
TOTAL PASIVOS FINANCIEROS												
ONEROSOS (PFO) (d)	3,31	-0,79	87,3	-0,6	2,90	-1,08	87,7	0,9	3,67	-1,01	86,6	-4,3
Total PFO sin fondos de pensiones internos	3,30	-0,80	87,0	-0,7	2,87	-1,08	87,3	0,8	3,66	-1,01	86,4	-4,3
Financiación no interbancaria	2,81	-0,70	52,5	1,8	2,15	-1,01	38,7	2,4	3,08	-0,82	11,7	-0,7
Acreedores otros residentes	1,82	-1,07	35,7	-2,0	1,88	-1,14	31,3	1,6	3,20	-0,94	9,3	-0,4
Cuentas corrientes/												
cuentas de ahorro	0,69	-0,50	17,4	1,7	0,82	-0,58	13,8	2,0	1,88	-0,66	2,4	0,9
Plazo y participaciones	2,91	-1,06	11,0	-1,9	2,78	-1,26	7,0	0,7	2,82	0,96	0,5	-0,2
Cesión temporal	2,69	-1,44	7,3	-1,8	2,64	-1,44	10,5	-1,1	3,09	-1,41	6,4	-1,2
Empréstitos y valores negociables	6,34	-1,51	5,5	1,6	5,15	-0,48	0,6	0,1	5,70	-0,43	0,1	0,0
Intermediarios financieros (d)	3,77	-0,71	34,5	-2,4	3,45	-1,04	48,9	-1,6	3,49	-1,09	74,7	-3,6
PRO MEMORIA:												
Total PFO sin fondos de pensiones internos en euros (c)	2,58	-0,84	69,7	5,9	2,50	-1,17	76,5	11,0	3,02	-1,20	69,4	6,2
Financiación no interbancaria	2,32	-0,81	45,0	2,6	1,85	-1,15	34,8	2,7	3,04	-0,85	11,0	-0,4
Acreedores otros residentes	1,56	-0,89	27,9	0,0	1,44	-0,89	20,3	2,9	3,45	0,58	2,6	0,9
Cuentas corrientes/												
cuentas de ahorro	0,67	-0,50	17,2	1,8	0,80	-0,59	13,5	2,2	1,78	-0,73	2,2	1,0
Plazo y participaciones	2,86	-1,05	10,7	-1,7	2,67	-1,37	6,8	0,7	2,50	1,13	0,4	-0,1
Cesión temporal	2,69	-1,44	7,3	-1,7	2,64	-1,44	10,5	-1,1	3,09	-1,41	6,4	-1,1
Empréstitos y valores negociables	5,87	-3,40	3,5	1,9	3,52	-1,46	0,4	0,3	5,82	-0,46	0,0	0,0
Intermediarios financieros (d)	3,07	-0,94	24,7	3,3	3,02	-1,24	42,1	8,2	3,02	-1,28	58,3	6,6
DIFERENCIALES:												
Actividad total												
Diferencial total	1,81	-0,13	6,5	0,7	1,66	0,12	5,6	0,2	0,61	0,19	3,2	0,3
Diferencial de clientes (f)	2,59	-0,40	-5,5	1,0	3,00	-0,17	7,5	2,5	1,75	0,19	24,3	7,7
Actividad en euros (c)												
Diferencial de clientes en euros	2,94	-0,53	—	—	3,27	-0,14	—	—	1,49	-0,11	—	—

Fuente: Banco de España.

(a) En porcentaje sobre activos totales medios.

(b) Comprende dudosos.

(c) Para los años 1996 a 1998 se refiere a la actividad realizada en pesetas.

(d) Incluye los créditos de provisión y los préstamos del Banco de España y del Fondo de Garantía de Depósitos.

(f) Inversión crediticia – Financiación no interbancaria.

CUADRO A.2.4

Rentabilidades, costes medios y estructura de balance (a)
Agrupaciones de cajas

%

	Total cajas de ahorros				Diez grandes cajas				Resto de cajas			
	Ratio media		Estructura		Ratio media		Estructura		Ratio media		Estructura	
	1999	Variación	1999	Variación	1999	Variación	1999	Variación	1999	Variación	1999	Variación
TOTAL ACTIVOS FINANCIEROS												
RENTABLES (AFR)	5,07	-1,23	93,7	1,2	4,95	-1,24	93,5	1,2	5,36	-1,26	94,0	1,5
Inversión crediticia (b)	5,43	-1,35	57,0	2,7	5,26	-1,36	57,0	2,7	5,71	-1,33	59,6	2,4
Cartera de renta fija	5,89	-1,13	15,4	-1,4	5,57	-1,08	13,9	-2,2	6,32	-1,24	17,9	-0,5
Cartera de renta variable	5,31	0,70	4,6	0,3	5,88	0,90	5,4	0,2	3,64	0,20	3,2	0,4
Intermediarios financieros	3,21	-1,24	16,7	-0,3	3,26	-1,30	17,3	0,5	3,07	-1,27	13,3	-0,8
PRO MEMORIA:												
AFR en euros (c)	5,17	-1,22	89,8	3,1	5,07	-1,20	88,9	3,9	5,39	-1,26	92,5	1,7
Inversión crediticia (b)	5,46	-1,36	56,2	3,0	5,31	-1,37	55,8	3,1	5,71	-1,35	59,2	2,7
Cartera de renta fija	6,07	-1,02	14,5	-1,3	5,85	-0,86	13,1	-2,0	6,38	-1,25	17,1	-0,6
Cartera de renta variable	5,37	0,55	4,5	0,4	5,95	0,72	5,3	0,4	3,65	0,11	3,2	0,4
Intermediarios financieros	3,10	-1,24	14,6	1,0	3,17	-1,26	14,7	2,4	3,06	-1,27	13,1	-0,8
TOTAL PASIVOS FINANCIEROS												
ONEROSOS (PFO) (d)	2,25	-1,03	88,1	0,2	2,31	-1,08	88,3	0,4	2,11	-0,95	87,8	0,0
Total PFO sin fondos												
de pensiones internos	2,24	-1,03	87,6	0,2	2,31	-1,09	87,9	0,3	2,08	-0,94	87,2	0,1
Financiación no interbancaria	2,14	-0,98	74,6	0,0	2,23	-1,01	73,1	-0,3	1,99	-0,92	79,2	0,0
Acreeedores otros residentes	1,96	-1,02	65,9	-1,7	1,97	-1,08	62,9	-2,6	1,93	-0,92	73,0	-0,5
Cuentas corrientes/ cuentas de ahorro	0,71	-0,36	29,3	2,4	0,68	-0,37	28,2	2,2	0,74	-0,34	32,4	2,6
Plazo y participaciones	2,80	-1,21	25,4	-0,6	2,82	-1,23	24,1	-0,1	2,74	-1,17	28,5	-1,6
Cesión temporal	3,28	-1,38	11,2	-3,5	3,42	-1,42	10,6	-4,7	3,11	-1,22	12,1	-1,5
Empréstitos y valores negociables	4,04	-1,54	4,3	1,1	4,11	-1,65	5,7	1,5	3,73	-1,06	2,1	0,4
Intermediarios financieros (d)	3,00	-1,20	13,1	0,2	3,00	-1,33	14,8	0,6	2,87	-1,17	8,1	0,1
PRO MEMORIA:												
Total PFO sin fondos												
de pensiones internos												
en euros (c)	2,24	-0,96	84,1	1,6	2,34	-0,97	83,6	2,3	2,04	-0,95	86,1	0,3
Financiación no interbancaria	2,13	-0,98	73,8	0,2	2,22	-1,02	72,1	-0,1	1,98	-0,92	78,9	0,1
Acreeedores otros residentes	1,69	-0,83	54,7	1,9	1,68	-0,83	52,2	2,3	1,69	-0,82	60,9	1,0
Cuentas corrientes/ cuentas de ahorro	0,71	-0,36	29,3	2,4	0,68	-0,37	28,1	2,3	0,74	-0,34	32,4	2,6
Plazo y participaciones	2,79	-1,21	25,4	-0,5	2,82	-1,24	24,0	0,1	2,74	-1,17	28,5	-1,6
Cesión temporal	3,28	-1,38	11,2	-3,5	3,42	-1,42	10,6	-4,7	3,11	-1,22	12,1	-1,5
Empréstitos y valores negociables	4,07	-1,59	4,3	1,1	4,15	-1,72	5,6	1,5	3,73	-1,07	2,1	0,4
Intermediarios financieros (d)	3,00	-0,86	10,3	1,4	3,14	-0,77	11,4	2,4	2,70	-1,28	7,2	0,2
DIFERENCIALES:												
Actividad total												
Diferencial total	2,82	-0,20	5,6	1,1	2,63	-0,16	5,2	0,8	3,25	-0,31	6,2	1,5
Diferencial de clientes (f)	3,29	-0,37	-17,5	2,7	3,04	-0,35	-16,2	3,0	3,72	-0,40	-19,6	2,4
Actividad en euros (c)												
Diferencial de clientes en euros	3,33	-0,38	—	—	3,09	-0,35	—	—	3,73	-0,43	—	—

Fuente: Banco de España.

(a) En porcentaje sobre activos totales medios.

(b) Comprende dudosos.

(c) Para los años 1996 a 1998 se refiere a la actividad realizada en pesetas.

(d) Incluye los créditos de provisión y los préstamos del Banco de España y del Fondo de Garantía de Depósitos.

(f) Inversión crediticia – Financiación no interbancaria.

CUADRO A.2.5

Rentabilidades, costes medios y estructura de balance (a)
Agrupaciones de cooperativas

%

	Total de cooperativas				Total cajas rurales				Total no rurales			
	Ratio media		Estructura		Ratio media		Estructura		Ratio media		Estructura	
	1999	Variación	1999	Variación	1999	Variación	1999	Variación	1999	Variación	1999	Variación
TOTAL ACTIVOS FINANCIEROS												
RENTABLES (AFR)	5,33	-1,21	94,6	1,4	5,48	-1,18	94,6	1,3	4,79	-1,32	94,7	1,9
Inversión crediticia (b)	5,83	-1,32	63,8	4,5	6,05	-1,31	64,6	5,1	4,96	-1,34	60,9	2,1
Cartera de renta fija	6,28	-1,35	11,0	0,3	6,70	-1,15	10,5	-0,1	4,99	-1,82	12,7	1,4
Cartera de renta variable	2,14	-0,85	1,9	0,2	1,76	0,02	1,3	0,1	2,57	-1,88	4,0	0,3
Intermediarios financieros	2,96	-1,41	18,0	-3,5	2,98	-1,45	18,2	-3,9	2,87	-1,22	17,1	-2,0
PRO MEMORIA:												
AFR en euros (c)	5,26	-1,25	94,2	1,6	5,48	-1,18	94,5	1,6	4,44	-1,46	93,2	1,7
Inversión crediticia (b)	5,83	-1,32	63,7	4,6	6,05	-1,31	64,6	5,2	4,96	-1,37	60,7	2,2
Cartera de renta fija	6,23	-1,42	10,8	0,1	6,70	-1,16	10,5	0,0	4,67	-2,22	11,7	0,8
Cartera de renta variable	2,07	-1,01	1,8	0,2	1,78	0,03	1,2	0,1	2,40	-2,31	4,0	0,5
Intermediarios financieros	2,95	-1,43	17,9	-3,3	2,98	-1,45	18,2	-3,8	2,85	-1,31	16,9	-1,7
TOTAL PASIVOS FINANCIEROS												
ONEROSOS (PFO) (d)	1,78	-1,00	86,0	0,0	1,75	-0,98	86,8	-0,1	1,90	-1,08	83,1	0,3
Total PFO sin fondos de pensiones internos	1,77	-1,00	85,8	-0,1	1,74	-0,99	86,5	-0,1	1,89	-1,08	83,0	0,3
Financiación no interbancaria	1,71	-0,96	80,7	1,4	1,68	-0,94	81,2	1,5	1,84	-1,07	79,0	1,3
Acreedores otros residentes	1,69	-0,97	78,2	1,2	1,66	-0,94	78,8	1,4	1,82	-1,09	76,1	0,8
Cuentas corrientes/												
cuentas de ahorro	0,70	-0,40	39,4	3,8	0,64	-0,39	39,1	3,4	0,90	-0,47	40,4	5,4
Plazo y participaciones	2,67	-0,67	35,8	-0,8	2,63	-0,66	38,8	-1,5	2,88	-0,79	24,9	2,0
Cesión temporal	2,78	-1,34	3,1	-1,8	2,71	-1,45	1,0	-0,6	2,81	-1,30	10,8	-6,6
Empréstitos y valores negociables	3,82	-0,88	0,0	0,0	3,81	-0,90	0,0	0,0	3,95	-0,73	0,0	0,0
Intermediarios financieros (d)	2,79	-1,33	5,1	-1,5	2,70	-1,44	5,3	-1,6	3,22	-0,79	4,1	-1,0
PRO MEMORIA:												
Total PFO sin fondos de pensiones internos en euros (c)	1,76	-1,04	85,5	0,2	1,74	-1,00	86,5	0,1	1,84	-1,18	81,9	0,8
Financiación no interbancaria	1,71	-0,97	80,6	1,6	1,68	-0,94	81,2	1,7	1,83	-1,08	78,7	1,4
Acreedores otros residentes	1,65	-0,91	75,1	3,2	1,65	-0,91	77,9	2,1	1,65	-0,90	65,2	7,5
Cuentas corrientes/												
cuentas de ahorro	0,70	-0,40	39,3	3,9	0,64	-0,39	39,1	3,5	0,89	-0,48	40,3	5,5
Plazo y participaciones	2,67	-0,67	35,8	-0,8	2,63	-0,66	38,8	-1,5	2,88	-0,79	24,8	2,0
Cesión temporal	2,78	-1,34	3,1	-1,8	2,71	-1,45	1,0	-0,6	2,81	-1,30	10,8	-6,6
Empréstitos y valores negociables	3,82	-0,88	0,0	0,0	3,81	-0,90	0,0	0,0	3,95	-0,73	0,0	0,0
Intermediarios financieros (d)	2,59	-1,66	4,8	-1,4	2,69	-1,44	5,3	-1,6	1,95	-3,12	3,2	-0,6
DIFERENCIALES:												
Actividad total												
Diferencial total	3,55	-0,21	8,6	1,4	3,72	-0,19	7,8	1,4	2,89	-0,24	11,6	1,6
Diferencial de clientes (f)	4,11	-0,35	-16,9	3,0	4,37	-0,37	-16,6	3,6	3,12	-0,27	-18,0	0,9
Actividad en euros (c)												
Diferencial de clientes en euros	4,12	-0,35	—	—	4,37	-0,37	—	—	3,13	-0,29	—	—

Fuente: Banco de España.

(a) En porcentaje sobre activos totales medios.

(b) Comprende dudosos.

(c) Para los años 1996 a 1998 se refiere a la actividad realizada en pesetas.

(d) Incluye los créditos de provisión y los préstamos del Banco de España y del Fondo de Garantía de Depósitos.

(f) Inversión crediticia – Financiación no interbancaria.

Evolución trimestral de los márgenes, rentabilidades y costes medios																	CUADRO A.3	
%																		
	Bancos				Cajas				Cooperativas									
	1998				1999				1998				1999					
	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR		
PRODUCTOS, COSTES Y MARGEN EN TERMINOS DE BALANCE Y DIFERENCIALES DE INTERES																		
Productos financieros	6,0	5,8	5,0	5,3	4,8	4,6	4,5	4,8	5,7	6,1	5,7	5,5	6,3	6,2	6,0	6,0	5,3	4,8
Costes financieros	-4,0	-3,9	-3,4	-3,4	-2,9	-2,8	-2,7	-3,0	-2,8	-3,0	-2,8	-2,7	-2,2	-2,7	-2,4	-2,2	-1,7	-1,5
Margen de intermediación	2,0	1,9	1,6	1,9	1,9	1,8	1,7	1,8	2,8	3,1	2,8	2,9	3,6	3,7	3,7	3,8	3,6	3,3
DIFERENCIALES:																		
Actividad total	1,9	1,8	1,5	1,9	1,8	1,8	1,6	1,7	3,2	3,2	2,9	3,0	2,7	2,8	3,8	3,7	3,6	3,4
Diferencial de clientes (b)	3,0	3,0	2,8	2,9	2,8	2,6	2,6	2,3	3,7	3,9	3,5	3,6	3,5	3,1	4,5	4,4	4,3	4,0
Actividad en euros	3,4	3,4	3,3	3,4	3,1	3,1	2,8	2,6	3,9	3,8	3,5	3,6	3,5	3,3	4,5	4,4	4,3	4,0
Diferencial de clientes en euros (b)																		
RENTABILIDADES MEDIAS																		
Total activos financieros rentables (AFR)	6,4	6,2	5,4	5,7	5,2	4,9	4,8	5,2	6,2	6,5	6,5	6,0	5,4	6,6	6,4	6,4	5,6	5,1
Inversión crediticia	6,8	6,6	6,3	6,1	5,6	5,4	5,2	5,2	6,6	6,9	6,6	6,4	5,8	7,5	7,3	7,0	6,9	5,6
Cartera renta fija	6,6	6,7	6,5	6,2	5,5	5,4	5,1	5,5	7,1	7,1	7,0	6,8	6,1	7,6	7,8	7,7	7,4	6,2
Cartera renta variable	11,7	7,8	3,4	8,8	6,8	5,1	3,8	6,9	3,3	6,5	3,2	5,4	4,7	3,2	3,9	4,0	2,8	6,0
Intermediarios financieros	4,9	4,8	3,9	4,3	3,8	3,5	3,9	3,7	4,6	4,6	4,4	4,1	3,4	4,7	4,4	4,5	3,8	2,7
PRO MEMORIA:																		
A.F.R. EN EUROS (a):																		
Inversión crediticia	6,9	6,7	6,4	6,1	5,6	5,3	5,0	5,0	7,3	7,0	6,6	6,5	5,8	7,5	7,3	7,0	6,9	5,6
Cartera renta fija	6,5	6,6	6,5	6,0	5,2	5,1	4,9	5,0	7,2	7,1	7,2	6,9	6,3	7,6	7,8	7,7	7,4	6,1
Cartera renta variable	13,8	8,6	4,0	11,5	8,1	6,3	3,5	8,2	3,5	6,6	3,3	5,8	4,7	3,3	4,0	4,1	0,8	2,7
Intermediarios financieros	4,6	4,5	3,6	3,9	3,3	2,9	3,3	3,2	4,5	4,5	4,4	4,0	3,3	4,7	4,4	4,5	3,2	2,9
COSTES MEDIOS																		
Total pasivos onerosos	4,5	4,4	3,9	3,8	3,4	3,1	3,3	3,5	3,4	3,5	3,4	3,2	2,5	3,1	2,8	2,7	2,5	1,6
Financiación no interbancaria	3,7	3,6	3,5	3,2	2,8	2,8	2,6	2,9	3,3	3,3	3,2	3,1	2,8	3,0	2,7	2,6	2,4	1,7
Cuentas corrientes y de ahorro	1,3	1,2	1,2	1,1	0,8	0,7	0,7	0,7	1,1	1,1	1,0	1,0	0,8	1,2	1,1	1,1	0,8	0,7
Cuentas a plazo	4,4	4,1	3,9	3,5	3,3	2,8	2,6	2,8	4,3	4,0	4,0	3,7	3,1	3,8	3,4	3,2	3,1	2,6
Cesiones	4,5	4,3	4,2	3,5	2,9	2,6	2,5	2,8	4,9	4,8	4,7	4,2	3,5	4,2	4,2	4,1	3,8	2,7
Intermediarios financieros	4,8	4,7	4,1	4,3	3,8	3,4	3,8	3,7	4,3	4,6	4,6	4,2	3,8	4,2	4,4	4,2	3,7	3,0
PRO MEMORIA:																		
A.F.R. EN EUROS (a):																		
Financiación no interbancaria	3,4	3,2	3,1	2,8	2,4	2,3	2,2	2,4	3,3	3,2	3,1	2,8	2,3	3,0	2,7	2,6	2,4	1,7
Cuentas corrientes y de ahorro	1,3	1,2	1,2	1,1	0,8	0,7	0,6	0,7	1,1	1,1	1,0	1,0	0,8	1,2	1,1	1,1	1,0	0,7
Cuentas a plazo	4,3	4,1	3,8	3,5	3,3	2,7	2,6	2,8	4,3	4,0	4,0	3,7	3,1	3,7	3,4	3,2	3,1	2,6
Cesiones	4,6	4,3	4,2	3,5	2,9	2,6	2,5	2,8	4,9	4,8	4,7	4,2	3,5	4,2	4,2	4,1	3,8	2,7
Intermediarios financieros	4,5	4,4	3,7	3,7	3,2	2,9	3,2	2,9	4,0	4,3	4,3	3,8	3,5	4,3	4,6	4,4	3,7	2,8

Fuente: Banco de España.

(a) Los datos de 1998 se refieren a la actividad realizada en pesetas.

(b) Inversión crediticia - Financiación no interbancaria.

CUADRO A.4

Detalle de los productos por comisiones

Millones de euros y %

	1996		1997		1998		1999	
	Importe	%	Importe	%	Importe	%	Importe	%
ENTIDADES DE DEPÓSITO								
COMISIONES NETAS	4.049	10,3	4.937	21,9	5.905	19,6	6.507	10,2
De disponibilidad	104	8,7	105	1,1	112	6,6	121	7,5
Por riesgos de firma (netos)	458	2,4	479	4,7	504	5,2	545	8,1
Créditos documentarios	103	-7,7	110	6,2	110	0,0	107	-2,1
Avales y otras garantías	364	4,2	378	3,9	402	6,5	448	11,3
Comisiones pagadas	-11	-29,5	-10	-6,7	-10	-3,4	-11	6,3
Por servicios de cobro y pagos (netos)	2572	5,0	2.695	4,8	2.935	8,9	3.242	10,5
Efectos (netos)	666	-5,9	585	-12,2	547	-6,4	523	-4,5
Por aplicación de otras ECA	176	7,8	165	-6,1	151	-8,4	133	-12,3
Al cobro, presentados por clientes	116	-0,4	113	-3,0	114	1,0	117	2,8
Negociación y devolución	559	-6,1	484	-13,4	445	-8,1	422	-5,2
Comisiones pagadas	-186	11,0	-178	-4,3	-163	-8,2	-149	-8,7
Cuentas a la vista	311	-0,7	322	3,5	360	11,8	416	15,3
Tarjetas	963	17,5	1.139	18,3	1.346	18,1	1.577	17,2
Cheques	189	9,6	186	-1,9	184	-1,0	200	8,6
Órdenes	436	1,4	454	4,2	487	7,3	526	8,0
Domiciliaciones	124	-3,7	117	-5,7	124	6,1	132	6,2
Transferencias, giros y otras	312	3,6	337	8,1	363	7,7	394	8,6
Por servicios de valores	600	9,1	953	58,8	960	0,7	994	3,6
Aseguramiento y colocación de valores	177	1,1	344	93,8	206	-40,1	170	-17,5
Compraventa de valores	143	10,5	245	71,0	333	36,1	326	-2,3
Administración y custodia	233	11,6	304	30,8	375	23,3	446	18,9
Gestión de patrimonio	47	28,5	60	28,6	45	-25,4	52	16,4
Por comercializ. prod. fin. no banc.	—	—	—	—	1.886	—	2.074	10,0
Fondos de inversión	—	—	—	—	1.615	—	1.788	10,7
Fondos de pensiones	—	—	—	—	104	—	115	10,7
Seguros	—	—	—	—	137	—	153	11,1
Otros	—	—	—	—	27	—	19	-31,3
Otras comisiones cobradas	1.072	30,2	1.594	48,6	565	-64,5	673	19,1
Corretajes y otras comisiones pagadas	-757	9,1	-889	17,5	-1.056	18,8	-1.141	8,0
COMISIONES MEDIAS (%) (a):								
Por riesgo de firma	0,80	—	0,70	—	0,57	—	0,49	—
Por depósitos de valores	0,09	—	0,11	—	0,11	—	0,11	—
BANCOS								
COMISIONES NETAS	2.672	7,9	3.229	20,8	3.839	18,9	4.211	9,7
De disponibilidad	72	10,4	69	-4,0	72	3,0	76	6,7
Por riesgos de firma (netos)	354	1,6	367	3,6	378	3,2	401	6,0
Créditos documentarios	94	-7,6	100	6,0	99	-0,8	96	-2,7
Avales y otras garantías	268	3,2	275	2,4	287	4,3	313	9,0
Comisiones pagadas	-9	-37,5	-8	-6,3	-8	-7,2	-8	4,9
Por servicios de cobro y pagos (netos)	1687	1,1	1.719	1,9	1.816	5,7	1.947	7,2
Efectos (netos)	469	-9,1	398	-15,0	356	-10,5	326	-8,4
Por aplicación de otras ECA	105	4,1	98	-6,1	89	-9,0	73	-18,8
Al cobro, presentados por clientes	72	-1,4	69	-4,7	69	0,4	69	-0,6
Negociación y devolución	430	-8,2	360	-16,2	320	-11,1	297	-7,4
Comisiones pagadas	-138	9,1	-129	-6,4	-123	-5,2	-112	-8,9
Cuentas a la vista	236	-3,0	243	3,0	272	12,2	315	15,7
Tarjetas	543	13,6	634	16,7	726	14,5	816	12,3
Cheques	121	9,2	114	-6,1	113	-0,7	119	5,1
Órdenes	319	-0,8	330	3,6	349	5,6	371	6,3
Domiciliaciones	79	-6,7	73	-7,4	76	5,1	80	4,2
Transferencias, giros y otras	240	1,3	257	7,1	272	5,8	291	6,9
Por servicios de valores	388	4,7	600	54,6	716	19,5	771	7,7
Aseguramiento y colocación de valores	108	-5,5	195	80,6	140	-28,0	131	-6,2
Compraventa de valores	114	10,3	195	71,2	278	42,5	273	-1,5
Administración y custodia	153	7,7	195	27,5	264	35,8	327	23,6
Gestión de patrimonio	13	19,1	15	13,9	34	122,7	39	15,3
Por comercializ. prod. fin. no banc.	—	—	—	—	1.196	—	1.316	10,1
Fondos de inversión	—	—	—	—	1.056	—	1.172	11,0
Fondos de pensiones	—	—	—	—	70	—	75	6,1
Seguros	—	—	—	—	52	—	60	16,3
Otros	—	—	—	—	17	—	9	-50,4
Otras comisiones cobradas	692	35,3	1.081	56,3	389	-64,0	457	17,6
Corretajes y otras comisiones pagadas	-521	6,9	-607	16,4	-728	20,0	-757	4,0
COMISIONES MEDIAS (%) (a):								
Por riesgo de firma	0,76	—	0,66	—	0,53	—	0,44	—
Por depósitos de valores	0,08	—	0,09	—	0,11	—	0,10	—

Fuente: Banco de España.

(a) Productos por comisiones sobre saldo medio en cuentas de orden.

CUADRO A.4

Detalle de los productos por comisiones (continuación)

Millones de euros y %

	1996		1997		1998		1998	
	Importe	%	Importe	%	Importe	%	Importe	%
CAJAS								
COMISIONES NETAS	1.264	14,5	1.572	24,4	1.892	20,3	2.100	11,0
De disponibilidad	27	3,5	31	12,1	35	12,9	37	7,5
Por riesgos de firma (netos)	93	4,7	101	8,8	113	11,3	129	14,5
Créditos documentarios	9	-8,4	10	7,7	10	6,6	10	2,2
Avales y otras garantías	86	6,8	94	8,5	105	11,8	121	15,6
Comisiones pagadas	-2	32,8	-2	-7,2	-2	11,7	-3	9,3
Por servicios de cobro y pagos (netos)	811	12,7	890	9,7	1.014	13,9	1.172	15,7
Efectos (netos)	179	0,6	168	-5,8	171	1,7	172	0,6
Por aplicación de otras ECA	62	8,8	58	-6,4	53	-7,8	50	-6,4
Al cobro, presentados por clientes	39	1,5	38	-1,0	39	2,7	43	8,4
Negociación y devolución	121	1,6	115	-4,3	114	-1,2	111	-2,4
Comisiones pagadas	-43	17,4	-43	1,8	-36	-17,7	-32	-10,9
Cuentas a la vista	70	6,6	73	4,7	80	9,6	91	13,1
Tarjetas	391	22,6	467	19,4	570	22,1	696	22,0
Cheques	62	11,1	66	6,0	63	-3,3	72	13,1
Ordenes	110	7,6	116	5,4	129	11,2	142	10,4
Domiciliaciones	44	1,9	43	-2,7	46	7,7	49	6,4
Transferencias, giros y otras	66	11,8	73	10,9	83	13,3	93	12,7
Por servicios de valores	186	16,4	318	70,9	235	-26,1	214	-8,9
Aseguramiento y colocación de valores	68	13,2	144	113,9	65	-55,2	38	-41,7
Compraventa de valores	28	10,9	48	68,4	52	9,4	48	-7,6
Administración y custodia	78	19,7	107	36,7	109	1,3	116	7,1
Gestión de patrimonio	12	29,6	19	57,4	10	-48,8	12	23,1
Por comercializ. prod. fin. no banc.	—	—	—	—	626	—	687	9,8
Fondos de inversión	—	—	—	—	518	—	570	10,0
Fondos de pensiones	—	—	—	—	30	—	34	14,3
Seguros	—	—	—	—	75	—	79	5,0
Otros	—	—	—	—	3	—	5	62,3
Otras comisiones cobradas	357	21,0	484	35,6	164	-66,1	201	22,2
Corretajes y otras comisiones pagadas	-211	13,3	-252	19,1	-294	16,9	-340	15,7
COMISIONES MEDIAS (%) (a):								
Por riesgo de firma	1,27	—	1,07	—	0,84	—	0,76	—
Por depósitos de valores	0,16	—	0,18	—	0,14	—	0,13	—
COOPERATIVAS								
COMISIONES NETAS	113	23,3	135	19,4	174	28,6	195	12,3
De disponibilidad	4	17,2	5	18,0	6	16,9	7	16,9
Por riesgos de firma (netos)	11	10,9	11	4,2	13	16,7	15	11,7
Créditos documentarios	0	-7,9	0	15,8	1	34,2	1	19,8
Avales y otras garantías	9	9,8	9	4,1	11	15,9	14	30,7
Comisiones pagadas	0	83,3	0	-45,5	0	-16,7	0	110,0
Por servicios de cobro y pagos (netos)	74	21,0	86	16,8	105	21,8	123	17,1
Efectos (netos)	19	22,0	18	-2,2	20	8,3	24	22,7
Por aplicación de otras ECA	9	64,4	9	-3,6	9	-5,0	10	18,9
Al cobro, presentados por clientes	5	0,2	5	4,3	5	-2,7	6	6,1
Negociación y devolución	9	2,3	9	-2,6	10	22,1	14	30,9
Comisiones pagadas	-5	12,5	-5	1,4	-5	-4,2	-5	14,3
Cuentas a la vista	6	17,6	7	12,2	8	22,1	10	22,9
Tarjetas	29	29,2	38	33,3	50	30,5	66	32,5
Cheques	7	2,9	7	0,4	8	16,3	9	23,3
Ordenes	7	12,0	8	10,7	10	19,4	13	34,1
Domiciliaciones	2	2,5	2	-6,5	2	6,8	3	93,4
Transferencias, giros y otras	6	15,4	7	15,8	8	23,0	10	21,2
Por servicios de valores	26	33,5	35	36,0	8	-77,3	8	5,0
Aseguramiento y colocación de valores	2	26,9	4	124,6	1	-77,1	1	-43,2
Compraventa de valores	1	20,3	3	120,9	4	43,2	4	7,8
Administración y custodia	1	37,4	2	57,6	2	-3,9	3	27,7
Gestión de patrimonio	21	34,7	26	21,8	1	-95,9	1	-5,6
Por comercializ. prod. fin. no banc.	—	—	—	—	64	—	71	9,8
Fondos de inversión	—	—	—	—	41	—	46	10,7
Fondos de pensiones	—	—	—	—	4	—	6	68,3
Seguros	—	—	—	—	11	—	14	28,3
Otros	—	—	—	—	7	—	5	-26,8
Otras comisiones cobradas	23	37,2	29	22,8	12	-57,1	15	22,9
Corretajes y otras comisiones pagadas	-24	23,2	-31	28,8	-34	10,0	-43	28,4
COMISIONES MEDIAS (%) (a):								
Por riesgo de firma	0,36	—	0,34	—	0,39	—	0,41	—
Por depósitos de valores	0,04	—	0,06	—	0,05	—	0,08	—

Fuente: Banco de España.

(a) Productos por comisiones sobre saldo medio en cuentas de orden.

CUADRO A.5

Otras magnitudes relacionadas con los gastos de explotación

	1996	1997	1998	1999
ENTIDADES DE DEPÓSITO				
Número de empleados (a)	241.767	241.821	242.190	242.591
Número de oficinas (a)	36.812	37.764	38.761	39.058
Gastos de personal/empleado activo (miles de euros) (b) (c)	41,1	43,4	44,9	46,2
Empleados por oficina (%) (c)	6,7	6,5	6,4	6,3
Recursos clientes por empleado (miles de euros) (c)	1.834,5	1.969,6	2.103,2	2.288,9
Tasa de amortización del activo fijo neto (%)	6,8	7,1	7,4	7,9
Tasa de amortización del mobiliario y equipo informático (%)	17,4	17,5	12,4	13,5
BANCOS				
Número de empleados (a)	140.596	137.553	134.722	131.460
Número de oficinas (a)	17.369	17.478	17.522	16.963
Gastos de personal/empleado activo (miles de euros) (b) (c)	40,1	43,4	45,4	46,9
Empleados por oficina (%) (c)	8,3	8,0	7,8	7,7
Recursos clientes por empleado (miles de euros) (c)	1.619,0	1.765,1	1.933,0	2.113,4
Tasa de amortización del activo fijo neto (%)	6,5	6,9	7,4	7,7
Tasa de amortización del mobiliario y equipo informático (%)	15,5	15,6	12,3	13
CAJAS				
Número de empleados (a)	89.152	91.469	94.176	97.276
Número de oficinas (a)	16.144	16.818	17.632	18.355
Gastos de personal/empleado activo (miles de euros) (b) (c)	43,7	44,7	45,7	46,7
Empleados por oficina (%) (c)	5,6	5,5	5,4	5,3
Recursos clientes por empleado (miles de euros) (c)	2.207,7	2.320,9	2.397,8	2.585,5
Tasa de amortización del activo fijo neto (%)	7,1	7,2	7,4	8,1
Tasa de amortización del mobiliario y equipo informático (%)	20,0	19,6	12,5	13,9
COOPERATIVAS				
Número de empleados (a)	12.019	12.799	13.292	13.855
Número de oficinas (a)	3.299	3.468	3.607	3.740
Gastos de personal/empleado activo (miles de euros) (b) (c)	32,8	33,8	34,1	34,7
Empleados por oficina (%) (c)	3,6	3,7	3,7	3,7
Recursos clientes por empleado (miles de euros) (c)	1.653,7	1.704,6	1.777,5	1.923,9
Tasa de amortización del activo fijo neto (%)	7,3	7,4	7,8	8,1
Tasa de amortización del mobiliario y equipo informático (%)	19,1	19,5	14,0	14,2

Fuente: Banco de España.

(a) A diciembre de cada año.

(b) Los gastos de personal concuerdan con la correspondiente línea de la cascada de resultados.

(c) Sobre empleados u oficinas medios, obtenidos como semisuma de diciembre de la fecha y diciembre anterior.

CUADRO A.6

Otras magnitudes relacionadas con los gastos de personal

Millones de euros

	1996	1997	1998	1999
ENTIDADES DE DEPÓSITO				
Gastos de personal por pensiones	212,9	259,3	277,1	361,8
Dotaciones a los fondos de pensiones internos	107,4	171,4	171,8	244,8
Aportaciones a los fondos externos	105,5	87,9	105,3	117,0
Provisiones matemáticas constituidas	13111,5	13926,6	14899,1	16278,3
Fondo interno	2601,2	2600,2	2874,0	3528,6
Compromisos y riesgos asegurados	10510,3	11326,4	12025,0	12749,7
Valor actual de los riesgos	13319,3	13814,5	14527,0	16279,5
Compromisos por pensiones causadas	6852,4	7649,5	8187,3	9103,0
Riesgos devengados por pensiones no causadas	6466,9	6165,0	6339,7	7176,5
BANCOS				
Gastos de personal por pensiones	118,9	191,4	196,1	207,6
Dotaciones a los fondos de pensiones internos	82,6	144,4	153,2	164,2
Aportaciones a los fondos externos	36,3	47,0	42,8	43,4
Provisiones matemáticas constituidas	6467,4	7164,0	7759,2	8771,3
Fondo interno	1318,5	1188,4	1411,6	1878,7
Compromisos y riesgos asegurados	5148,9	5975,7	6347,7	6892,6
Valor actual de los riesgos	6632,1	7277,3	7960,1	9329,8
Compromisos por pensiones causadas	4143,7	4665,5	4993,6	5692,2
Riesgos devengados por pensiones no causadas	2488,4	2611,8	2966,5	3637,6
CAJAS				
Gastos de personal por pensiones	88,4	60,6	74,2	147,6
Dotaciones a los fondos de pensiones internos	22,1	23,0	15,2	77,6
Aportaciones a los fondos externos	66,3	37,6	59,0	70,0
Provisiones matemáticas constituidas	6550,4	6652,5	7019,1	7352,9
Fondo interno	1236,6	1359,2	1405,2	1575,9
Compromisos y riesgos asegurados	5313,8	5293,3	5613,9	5777,0
Valor actual de los riesgos	6615,6	6451,3	6469,7	6827,9
Compromisos por pensiones causadas	2694,3	2966,2	3173,9	3381,5
Riesgos devengados por pensiones no causadas	3921,2	3485,1	3295,8	3446,4
COOPERATIVAS				
Gastos de personal por pensiones	5,5	7,3	6,8	6,6
Dotaciones a los fondos de pensiones internos	2,7	4,0	3,4	3,0
Aportaciones a los fondos externos	2,9	3,3	3,4	3,6
Provisiones matemáticas constituidas	93,6	110,1	120,7	154,2
Fondo interno	46,1	52,6	57,2	74,0
Compromisos y riesgos asegurados	47,5	57,5	63,5	80,2
Valor actual de los riesgos	71,7	85,9	97,2	121,7
Compromisos por pensiones causadas	14,3	17,8	19,8	29,3
Riesgos devengados por pensiones no causadas	57,3	68,0	77,4	92,4

Fuente: Banco de España.

CUADRO A.7

Detalle del saneamiento de créditos

Millones de euros

	1996	1997	1998	1999
ENTIDADES DE DEPÓSITO				
1. Amortización de activos con cargo a resultados del ejercicio	236,9	201,6	183,6	214,7
Amortización de activos	3819,7	3138,9	3697,6	5141,5
Menos: aplicación de fondos especiales	3583,9	2937,6	3514,9	2166,3
2. Dotación neta a los fondos	4345,1	3975,3	3711,7	3361,3
Por insolvencia	4265,4	3670,1	3332,5	3094,1
Por riesgo-país	79,7	305,2	379,1	267,2
3. Fondos disponibles	1527,9	1664,8	1604,5	1442,9
Por insolvencia	1478,6	1601,9	1433,1	1165,8
Por riesgo-país	49,3	63,0	171,4	277,1
4. Activos en suspenso recuperados	786,8	813,0	876,6	879,8
Total saneamiento en la cuenta de resultados (1 + 2 - 3 - 4)	2267,2	1699,1	1414,2	1253,4
BANCOS				
1. Amortización de activos con cargo a resultados del ejercicio	87,4	81,3	86,5	134,6
Amortización de activos	2380,9	1854,9	2518,6	3362,2
Menos: aplicación de fondos especiales	2294,1	1773,5	2432,1	1269,8
2. Dotación neta a los fondos	2227,4	2062,6	1983,1	1791,5
Por insolvencia	2150,1	1794,4	1647,9	1560,2
Por riesgo-país	77,4	268,2	335,1	231,3
3. Fondos disponibles	698,1	847,1	829,9	697,6
Por insolvencia	649,0	784,7	664,1	445,5
Por riesgo-país	49,1	62,4	165,8	252,2
4. Activos en suspenso recuperados	465,1	485,6	484,6	505,5
Total saneamiento en la cuenta de resultados (1 + 2 - 3 - 4)	1151,7	811,3	755,0	722,9
CAJAS				
1. Amortización de activos con cargo a resultados del ejercicio	143,2	116,8	93,3	77,1
Amortización de activos	1338,6	1211,4	1120,7	1682,8
Menos: aplicación de fondos especiales	1195,8	1094,9	1028,4	848,9
2. Dotación neta a los fondos	1933,5	1749,4	1559,1	1427,4
Por insolvencia	1931,2	1712,4	1515,1	1391,4
Por riesgo-país	2,4	37,0	44,0	35,9
3. Fondos disponibles	764,2	754,0	691,8	633,5
Por insolvencia	763,9	753,4	686,1	608,6
Por riesgo-país	0,3	0,6	5,7	24,9
4. Activos en suspenso recuperados	307,1	311,2	367,9	353,7
Total saneamiento en la cuenta de resultados (1 + 2 - 3 - 4)	1005,5	801,0	592,8	517,2
COOPERATIVAS				
1. Amortización de activos con cargo a resultados del ejercicio	6,2	3,5	3,8	3,1
Amortización de activos	100,2	72,7	58,3	96,6
Menos: aplicación de fondos especiales	94,0	69,2	54,4	47,7
2. Dotación neta a los fondos	184,2	163,3	169,5	142,5
Por insolvencia	184,2	163,3	169,5	142,5
Por riesgo-país	0,0	0,0	0,0	0,0
3. Fondos disponibles	65,7	63,8	82,9	111,8
Por insolvencia	65,7	63,8	82,9	111,8
Por riesgo-país	0,0	0,0	0,0	0,0
4. Activos en suspenso recuperados	14,7	16,2	24,1	20,6
Total saneamiento en la cuenta de resultados (1 + 2 - 3 - 4)	110,0	86,8	66,4	13,2

Fuente: Banco de España.

CUADRO A.8

Ratios relativos a dudosos a final de ejercicio (a)

%

	1996	1997	1998	1999
ENTIDADES DE DEPÓSITO				
Dudosos (b) en % del riesgo total (c)	3,5	2,3	1,5	1,2
Fondos de insolvencia s/dudosos (b)	86,0	104,2	123,8	141,6
Fondos de insolvencia s/riesgo total (c)	3,0	2,4	1,9	1,7
Fondos riesgo-país s/riesgos provisionables (d)	47,3	23,3	21,4	21,2
PRO MEMORIA: TASA DE CRECIMIENTO:				
Riesgo total (c)	10,5	14,7	17,7	16,2
Riesgos dudosos	-15,7	-20,4	-24,6	-16,0
BANCOS				
Dudosos (b) en % del riesgo total (c)	3,0	1,9	1,3	1,1
Fondos de insolvencia s/dudosos (b)	91,7	110,8	130,8	142,5
Fondos de insolvencia s/riesgo total (c)	2,7	2,1	1,7	1,5
Fondos riesgo-país s/riesgos provisionables (d)	47,7	23,9	21,1	21,0
PRO MEMORIA: TASA DE CRECIMIENTO:				
Riesgo total (c)	10,5	12,2	15,3	14,5
Riesgos dudosos	-18,5	-24,0	-26,8	-14,8
CAJAS				
Dudosos (b) en % del riesgo total (c)	4,2	2,8	1,8	1,2
Fondos de insolvencia s/dudosos (b)	78,7	96,8	117,5	144,8
Fondos de insolvencia s/riesgo total (c)	3,3	2,7	2,1	1,8
Fondos riesgo-país s/riesgos provisionables (d)	36,6	18,5	23,6	22,6
PRO MEMORIA: TASA DE CRECIMIENTO:				
Riesgo total (c)	9,9	18,2	21,0	18,4
Riesgos dudosos	-12,6	-17,1	-24,3	-18,6
COOPERATIVAS				
Dudosos (b) en % del riesgo total (c)	4,2	3,1	2,5	1,8
Fondos de insolvencia s/dudosos (b)	91,5	106,2	115,1	115,1
Fondos de insolvencia s/riesgo total (c)	3,8	3,3	2,9	2,1
PRO MEMORIA: TASA DE CRECIMIENTO:				
Riesgo total (c)	16,0	20,7	22,1	19,6
Riesgos dudosos	-7,7	-7,0	-4,6	-7,0

Fuente: Banco de España.

(a) Relativas a dudosos y riesgos de los sectores privado y no residente. Incluye los datos de Banesto.

(b) Exceptuando los incluidos en dudosos por causa de riesgo-país.

(c) Inversión crediticia, renta fija y pasivos contingentes.

(d) En 1996 cambia la definición de riesgo provisionable, al excluirse de cobertura los riesgos de los países del grupo 2.

CUADRO A.9.1

**Otros factores de la cuenta de resultados
Agrupaciones bancarias**

	Banca nacional			Filiales extranjeras			Sucursales extranjeras		
	1998	1999	%	1998	1999	%	1998	1999	%
GASTOS DE EXPLOTACIÓN:									
Número de empleados	119.829	116.325	-2,9	11.606	11.733	1,1	3.287	3.402	3,5
Número de oficinas	16.191	15.609	-3,6	1.209	1.229	1,7	122	125	2,5
Gastos de personal/empleado (a)	44,9	46,0	2,6	45,8	48,7	6,4	66,7	72,9	9,3
Recursos clientes/empleado (a)	1.979,5	2.181,4	10,2	1.408,3	1.562,3	10,9	2.078,2	1.623,8	-21,9
EVOLUCIÓN DE INSOLVENCIAS:									
Dudosos/riesgo total (%)	1,3	1,1	—	1,7	1,4	—	0,9	0,8	—
Fondos insolvencia/dudosos (%)	133,3	145,8	—	105,7	126,7	—	140,2	122,0	—
PRO MEMORIA: TASA DE CRECIMIENTO (%):									
Total riesgo	15,2	13,8	—	8,4	16,1	—	18,4	21,7	—
Riesgos dudosos	-23,5	-7,2	—	-10,6	-8,5	—	-16,8	12,9	—
DETALLE DE SANEAMIENTOS:									
1. Amortización de activos con cargo a resultados:	69,6	107,1	54,0	6,6	9,1	38,3	10,3	18,3	78,1
(+) Amortización por diferencia	2.404,4	3.241,0	34,8	84,2	74,6	-11,4	30,0	46,5	55,2
(-) Aplicación de fondos	2.334,8	1.177,3	-49,6	77,6	64,7	-16,6	19,7	27,8	40,9
2. Dotación neta	1.798,9	1.574,0	-12,5	115,8	141,6	22,3	68,4	75,8	10,8
3. Recuperación de fondos	678,5	593,3	-12,6	79,4	45,7	-42,4	72,0	58,6	-18,7
4. Activos recuperados	462,8	483,1	4,4	18,5	13,0	-29,4	3,4	9,4	177,8
Saneamiento en la cuenta de resultados (1 + 2 - 3 - 4)	727,2	604,7	-16,8	24,5	92,0	275,7	3,3	26,2	687,6
Fuente: Banco de España.									
(a) Miles de euros.									

CUADRO A.9.2

**Otros factores de la cuenta de resultados
Agrupaciones de cajas**

	Total cajas de ahorros			Diez grandes cajas			Resto de cajas		
	1998	1999	%	1998	1999	%	1998	1999	%
GASTOS DE EXPLOTACIÓN:									
Número de empleados	94.176	97.276	3,3	55.266	57.055	3,2	38.080	39.386	3,4
Número de oficinas	17.632	18.355	4,1	10.210	10.606	3,9	7.420	7.747	4,4
Gastos de personal/empleado (a)	45,7	46,7	2,3	48,0	49,3	2,6	42,2	42,9	1,6
Recursos clientes/empleado (a)	2.397,8	2.585,5	7,8	2.524,7	2.719,0	7,7	2.232,8	2.411,9	8,0
EVOLUCIÓN DE INSOLVENCIAS:									
Dudosos/riesgo total (%)	1,8	1,2	—	1,6	1,0	—	2,2	1,6	—
Fondos insolvencia/dudosos (%)	117,5	144,8	—	121,7	151,6	—	112,4	137,3	—
PRO MEMORIA: TASA DE CRECIMIENTO (%):									
Total riesgo	21,1	18,4	—	22,5	19,1	—	18,7	17,3	—
Riesgos dudosos	-21,3	-18,6	—	-20,4	-22,0	—	-22,3	-14,7	—
DETALLE DE SANEAMIENTOS:									
1. Amortización de activos con cargo a resultados:	93,3	77,1	-17,4	46,2	37,2	-19,6	47,1	39,9	-15,3
(+) Amortización por diferencia	1.120,7	1.682,8	50,1	770,7	1.097,0	42,3	349,8	585,4	67,3
(-) Aplicación de fondos	1.028,4	848,9	-17,5	725,5	484,9	-33,2	302,7	363,7	20,1
2. Dotación neta	1.559,1	1.427,4	-8,5	927,3	819,0	-11,7	631,6	607,4	-3,8
3. Recuperación de fondos	691,8	633,5	-8,4	314,1	348,1	10,8	377,7	285,4	-24,4
4. Activos recuperados	367,9	353,7	-3,9	252,2	238,7	-5,4	115,6	115,0	-0,5
Saneamiento en la cuenta de resultados (1 + 2 - 3 - 4)	592,8	517,2	-12,7	407,2	269,4	-33,9	185,4	246,9	33,1
Fuente: Banco de España.									
(a) Miles de euros.									

CUADRO A.9.3

**Otros factores de la cuenta de resultados
Agrupaciones de cooperativas**

	Total cooperativas			Total cajas rurales			Total no rurales		
	1998	1999	%	1998	1999	%	1998	1999	%
GASTOS DE EXPLOTACIÓN:									
Número de empleados	13.292	13.855	4,2	11.064	11.546	4,4	2.228	2.309	3,6
Número de oficinas	3.607	3.740	3,7	3.285	3.409	3,8	322	331	2,8
Gastos de personal/empleado (a)	34,1	34,7	1,6	33,6	34,1	1,5	36,6	37,4	2,2
Recursos clientes/empleado (a)	1.777,5	1.923,9	8,2	1.694,5	1.826,5	7,8	2.193,8	2.405,7	9,7
EVOLUCIÓN DE INSOLVENCIAS:									
Dudosos/riesgo total (%)	2,5	1,8	—	2,4	1,9	—	2,6	1,5	—
Fondos insolvencia/dudosos (%)	115,1	115,1	—	119,1	115,0	—	101,3	115,7	—
PRO MEMORIA: TASA DE CRECIMIENTO (%):									
Total riesgo	22,1	19,6	—	20,8	19,5	—	27,0	20,1	—
Riesgos dudosos	-1,7	-11,5	—	1,5	-6,0	—	-11,3	-30,8	—
DETALLE DE SANEAMIENTOS:									
1. Amortización de activos con cargo a resultados:	3,8	3,1	-19,6	3,7	3,0	-17,2	0,2	0,0	-75,3
(+) Amortización por diferencia	58,3	96,6	65,6	52,2	91,4	75,0	6,1	5,1	-15,6
(-) Aplicación de fondos	54,4	47,7	-12,4	48,5	42,9	-11,6	5,9	4,8	-19,5
2. Dotación neta	169,5	142,5	-15,9	134,0	123,1	-8,1	35,5	19,4	-45,4
3. Recuperación de fondos	82,9	111,8	34,9	55,5	74,3	33,9	27,4	37,5	37,0
4. Activos recuperados	24,1	20,6	-14,6	19,3	19,3	0,1	4,8	1,3	-73,3
Saneamiento en la cuenta de resultados (1 + 2 - 3 - 4)	66,4	13,2	-80,1	62,9	32,6	-48,2	3,5	-19,4	—

Fuente: Banco de España.
(a) Miles de euros.

CUADRO A.10

Distribución de resultados

	Bancos				Cajas				Cooperativas			
	1996	1997	1998	1999	1996	1997	1998	1999	1996	1997	1998	1999
Beneficios a distribuir (Millones de euros) (a)	2.937	3.276	3.528	3.791	2.001	2.410	2.735	3.005	270	307	337	389
DISTRIBUCIÓN PORCENTUAL:												
Dividendos	55,1	63,1	60,9	68,5	—	—	—	—	6,8	6,8	6,9	6,9
Obra benéfico-social	—	—	—	—	25,8	25,6	26,4	25,7	11,5	11,7	11,6	12,4
Reservas	36,3	31,9	36,8	28,8	74,1	74,3	73,5	74,3	80,0	79,5	80,0	79,5
Variación del remanente	2,5	3,9	1,1	1,3	—	—	—	—	0,5	0,4	0,3	0,2
Otros	6,1	1,1	1,2	1,4	0,1	0,1	0,1	0,1	1,2	1,6	1,2	1,0

Fuente: Banco de España.
(a) La cifra agregada del resultado a distribuir es diferente de la mostrada en los otros cuadros de este informe, por dos motivos. En primer lugar, porque aquellos incorporan los resultados negativos de las entidades con pérdidas; en segundo lugar, porque, para analizar la evolución de los elementos de los resultados de forma homogénea, en aquellos se añaden los de entidades que, por haber sido absorbidas o fusionadas, han cerrado y distribuido sus resultados a mitad de su ejercicio.

Regulación financiera: primer trimestre de 2000

1. INTRODUCCIÓN

Durante el primer trimestre del año 2000, la producción de disposiciones de carácter financiero ha sido relativamente escasa, debido, en gran medida, a la disolución de las cámaras legislativas y la posterior celebración de elecciones generales.

En lo que concierne al Banco de España (BE), se ha adaptado su Reglamento Interno a las modificaciones introducidas en la Ley 13/1994, de 1 de junio (1), de Autonomía del BE, a fin de garantizar la integración del BE dentro del Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC), y reconocer, entre otros extremos, las potestades del Banco Central Europeo (BCE) en la definición de la política monetaria en el área del euro y las facultades de la Comunidad Europea en relación con la política de tipo de cambio.

En el área de las entidades de crédito, se ha ajustado la CBE 8/1990, de 7 de septiembre (2), sobre transparencia de las operaciones y protección de la clientela, a lo dispuesto en la OM de 1 de diciembre de 1999, en la que se determinó una nueva fórmula de cálculo del tipo de interés interbancario a año (Mibor).

En el ámbito de la deuda del Estado, y como viene siendo habitual en los primeros meses de cada año, se han publicado las condiciones de emisión de deuda del Estado en euros para el año 2000 y para el mes de enero del año 2001, con la limitación de 1,7 billones de pesetas de emisión neta establecida en la Ley de Presupuestos Generales del Estado para 2000. En general, continúan los mismos instrumentos, prácticas y demás elementos que configuraron la política de deuda del año anterior.

En los mercados de valores, se ha desarrollado la regulación del segmento especial de negociación de empresas de sectores innovadores, denominado *Nuevo Mercado*, determinando el tipo de empresas a las que se dirige el nuevo mercado; las condiciones de admisión; los requisitos de información y transparencia de los emisores, así como las condiciones específicas de contratación que han de establecer para la negociación de valores en dicho mercado.

En lo que atañe a las instituciones de inversión colectiva (IIC), se ha considerado que los valores negociados en el recién creado merca-

(1) Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 1994», en *Boletín económico*, Banco de España, julio-agosto de 1994, pp. 86 a 92.

(2) Véase «Regulación financiera: tercer trimestre de 1990», en *Boletín económico*, Banco de España, octubre de 1990, pp. 76 y 77.

do de valores latinoamericanos son aptos para la inversión del activo de las sociedades y fondos de inversión, ya que el citado mercado reúne los requisitos establecidos en la ley reguladora de estas instituciones.

Finalmente, cabe reseñar la publicación del Reglamento de acreditación de prestadores de servicios de certificación y de certificación de determinados productos de firma electrónica.

2. MODIFICACIÓN DEL REGLAMENTO INTERNO DEL BANCO DE ESPAÑA

La Ley 13/1994, de 1 de junio, de Autonomía del BE, traspuso a nuestra legislación los preceptos del Tratado de la Unión Europea (TUE) relativos tanto a la política monetaria como a las relaciones con el Tesoro. La Ley de Autonomía configuró al BE como una entidad de derecho público que goza de plena Autonomía en el ámbito de la política monetaria, con el objetivo primordial de alcanzar la estabilidad de precios. Cumpliendo el mandato de la citada Ley, se aprobó el Reglamento Interno del BE, mediante la Resolución de 14 de noviembre de 1996, del Consejo de Gobierno, constituyendo la norma básica y de más alto rango del régimen de autogobierno de esta entidad.

Más adelante, la Ley 66/1997, de 30 de diciembre (3), de medidas fiscales, administrativas y de orden social, modificó la Ley 13/1994, a fin de ir adaptándola a las exigencias derivadas de la reciente constitución del BCE y del SEBC, y que obtendría el pleno ejercicio de sus competencias al comienzo de la Tercera Fase de la Unión Económica y Monetaria. Posteriormente, la Ley 12/1998, de 28 de abril (4), modificó nuevamente la Ley 13/1994, con el fin de garantizar la plena integración del BE en el SEBC, reconociendo, entre otros extremos, las potestades del BCE en la definición de la política monetaria en el área del euro y su ejecución por el BE, y las facultades de la Comunidad Europea en relación con la política de tipo de cambio. Finalmente, el RD 1746/1999, de 19 de noviembre, de acuerdo con lo previsto en la disposición final segunda de la Ley 12/1998, reguló el régimen de ingreso en el Tesoro de los beneficios del BE.

Con el fin de adaptar el Reglamento Interno del BE a las disposiciones mencionadas, se ha

publicado la *Resolución de 22 de febrero de 2000*, del Consejo de Gobierno del BE (BOE del 25), por la que se modifican numerosos preceptos del mencionado Reglamento.

Dado el importante número de modificaciones introducidas por la citada Resolución, mediante la *Resolución de 28 de marzo de 2000*, del Consejo de Gobierno del BE (BOE del 6 de abril), se ha aprobado un Reglamento Interno completo que deroga el anterior de 1996 con la modificación antes mencionada.

Para una mejor exposición de las novedades introducidas, se pueden agrupar del siguiente modo:

2.1. Régimen jurídico y potestad reglamentaria

Respecto a su naturaleza y a su régimen jurídico, el Reglamento Interno recoge las previsiones legales relativas a que el BE —que continúa teniendo la consideración de entidad de derecho público con personalidad jurídica propia y plena capacidad pública y privada— es parte integrante del SEBC y está sujeto a las Orientaciones e Instrucciones del BCE, así como al resto de los instrumentos jurídicos que resulten vinculantes.

En relación con los instrumentos jurídicos del BCE y del BE, se pueden distinguir tres niveles:

- 1) Respecto a los actos jurídicos del BCE, esto es, *Orientaciones, Instrucciones, Decisiones, Recomendaciones y Dictámenes* (principalmente, artículos 12.1 y 34 de los Estatutos del SEBC y BCE), el Reglamento Interno recoge lo que podría denominarse el procedimiento de recepción y aplicación de los mismos.
- 2) En cuanto a las disposiciones dictadas por el BE, por medio de las *Circulares Monetarias* podrán dictarse las normas precisas para el desarrollo de las funciones del BE como parte integrante del SEBC. Para el adecuado ejercicio del resto de sus competencias, dictará las disposiciones precisas para el desarrollo o ejecución de aquellas normas que le habiliten expresamente al efecto, que se seguirán denominando *Circulares*. Los aspectos técnicos necesarios para la aplicabilidad de las circulares se podrán hacer públicos, a través de la Dirección General correspondiente, bajo la denominación de *Aplicaciones Técnicas*.

(3) Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 1997», en *Boletín económico*, Banco de España, enero de 1998, p. 80.

(4) Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 1998», en *Boletín económico*, Banco de España, julio-agosto de 1998, pp. 90 y 91.

- 3) Por otro lado, el BE dictará las normas internas que considere convenientes para la organización y funcionamiento de sus servicios (suprimiéndose la denominación genérica de «Instrucciones» para evitar la confusión con la normativa del SEBC), cuyo orden jerárquico es el siguiente: 1) *Circulares Internas*, que recogen la reglamentación de carácter básico y general, de obligado cumplimiento para todos los servicios, y 2) *Ordenanzas*, que desarrollan lo establecido en las Circulares Internas o para el ejercicio de la potestad reglamentaria de sus órganos rectores cuyas competencias le ha conferido este Reglamento Interno.

2.2. Finalidades y funciones del Banco de España

El objetivo principal del BE continúa siendo el de mantener la estabilidad de precios. Sin perjuicio de ese objetivo, el Banco seguirá apoyando la política económica general del Gobierno, así como las políticas económicas generales de la Comunidad, todo ello conforme a lo previsto en el artículo 105 del TUE. En el ejercicio de sus funciones, ni el Gobierno, ni ningún otro órgano nacional o comunitario, podrán dar instrucciones al BE, ni este podrá recabarlas o aceptarlas, pudiendo actuar con autonomía respecto a la Administración del Estado para el cumplimiento de sus fines. En este sentido, se introducen en el Reglamento las funciones ya especificadas en la Ley 12/1998. Así, participará en el desarrollo de las siguientes funciones básicas atribuidas al SEBC:

- a) Definir y ejecutar la política monetaria.
- b) Realizar operaciones de cambio de divisas que sean coherentes con las disposiciones del artículo 111 del TUE (ex art. 109).
- c) Poseer y gestionar las reservas oficiales de divisas de los Estados miembros. No obstante, el Gobierno podrá tener y gestionar fondos de maniobra en divisas, conforme a lo previsto en el artículo 105.3 del Tratado.
- d) Promover el buen funcionamiento del sistema de pagos.
- e) Emitir los billetes de curso legal.
- f) Las demás funciones que se deriven de su condición de parte integrante del SEBC.

Además de las funciones anteriores, continuará ejerciendo las siguientes: 1) supervisar las entidades de crédito y cualesquiera otras entidades y mercados financieros cuya supervi-

sión le haya sido atribuida; 2) poseer y gestionar las reservas de divisas y metales preciosos que no hayan sido transferidos al BCE; 3) promover el buen funcionamiento y estabilidad del sistema financiero español, sin perjuicio de lo establecido en el punto d) del apartado anterior; 4) prestar los servicios de tesorería y agente financiero de la deuda pública; 5) poner en circulación la moneda metálica y desempeñar, por cuenta del Estado, las demás funciones que se le encomienden respecto a ella; 6) asesorar al Gobierno, así como realizar los informes y estudios que resulten procedentes, y 7) elaborar y publicar las estadísticas relacionadas con sus funciones y asistir al BCE en la recopilación de la información estadística necesaria para el cumplimiento de las funciones del SEBC.

2.3. Relaciones externas

Apenas se introducen modificaciones a este respecto en relación con las previsiones establecidas en el Reglamento anterior. Así, el BE continuará prestando auxilio y colaboración o asesoramiento a la Administración de Justicia en el ejercicio de sus funciones jurisdiccionales, en cuestiones que sean de su competencia. Asimismo, mantendrá relaciones con los restantes bancos centrales, autoridades encargadas de la supervisión financiera, organismos de la Unión Europea (UE) y demás organismos financieros internacionales. En este sentido, podrá emitir los informes que le sean requeridos sobre asuntos de su competencia o considere oportuno formular, con el límite de su capacidad organizativa y respetando el deber de secreto impuesto por las normas vigentes.

2.4. Régimen económico

Se mantienen, a grandes rasgos, las mismas directrices marcadas en la normativa actual. En este sentido, su régimen económico no estará sujeto a las leyes que regulan el régimen presupuestario, patrimonial y de contratación de los entes del sector público estatal, salvo cuando dispongan expresamente lo contrario. El sistema contable, que se ajustará a las normas de obligado cumplimiento que emanen del BCE, deberá observar los principios contables de general aplicación, y, en especial, los de prudencia y uniformidad. Las cuentas anuales comprenderán el balance, la cuenta de resultados y memoria explicativa. Una vez formuladas y determinados los beneficios en el plazo máximo de seis meses siguientes al del cierre del ejercicio anual, el Consejo de Gobierno las elevará al Ministro de Economía y Hacienda para su aprobación por el Gobierno, que, posteriormente, remitirá a las Cortes Generales para su

conocimiento. El presupuesto de gastos de funcionamiento e inversiones del Banco tendrá carácter estimativo y será aprobado por las Cortes Generales. Finalmente, el control de las cuentas se realiza por auditores externos, por una Comisión de Censura de Cuentas —cuyo régimen se ha desarrollado en el nuevo Reglamento— y por el Tribunal de Cuentas.

2.5. Órganos rectores

Los órganos rectores del Banco de España continúan siendo: el gobernador, el subgobernador, el Consejo de Gobierno y la Comisión Ejecutiva. El Reglamento Interno se refiere a las competencias y a los derechos y deberes de estos órganos en los mismos términos que lo hace la Ley de Autonomía.

Son pocas las variaciones que se introducen dignas de mención. Así, se mantienen las competencias del gobernador, añadiéndose, de acuerdo con lo previsto en la Ley de Autonomía, una nueva: la de ostentar la condición de miembro del Consejo de Gobierno y del Consejo General del BCE. En caso de cese del gobernador o, en su caso, el del subgobernador, su sustituto tendrá el plazo de mandato ordinario que corresponda al cargo, es decir, seis años (antes, se ejercía el cargo durante el tiempo que le faltara al sustituido para concluirlo).

Respecto al Consejo de Gobierno, el Reglamento Interno recoge la ampliación del mandato de los consejeros no natos de cuatro a seis años, introducida por la Ley 66/1997, renovables por una sola vez. Del mismo modo que en el caso del gobernador y subgobernador, en el supuesto de cese de un consejero antes del vencimiento de su mandato, su sustituto tendrá el plazo de mandato ordinario que corresponda al cargo. Asimismo, se adaptan sus funciones a la nueva situación del BE como parte integrante del SEBC. En concreto, ahora le corresponde la supervisión de la contribución del BE a la instrumentación de la política monetaria del SEBC llevada a cabo por la Comisión Ejecutiva, respetando las Orientaciones e Instrucciones del BCE y la independencia y obligación de secreto del gobernador como miembro de los órganos de gobierno del BCE. Asimismo, la emisión de billetes en pesetas —en tanto no se produzca la emisión de billetes en euros por el SEBC— deberá realizarse previa autorización del BCE.

En cuanto a la Comisión Ejecutiva, conserva su misma composición y mantiene la mayoría de sus competencias y funciones, aunque se adaptan algunas de ellas —de forma similar a las del Consejo de Gobierno— como consecuencia del nuevo *status* del Banco. Así, de

protagonizar la instrumentación de la política monetaria en la etapa anterior, ahora —como parte integrante del SEBC— debe de contribuir a la instrumentación de la política monetaria desarrollada por este organismo. Respecto a las reservas mínimas de las entidades de crédito, le corresponde conocer y actuar, según corresponda, ante los incumplimientos de dichas reservas, así como sus obligaciones de información estadística, de conformidad con el Reglamento 2818/1998, de 1 de diciembre, del BCE, relativo a la aplicación de las reservas mínimas, y con el Reglamento 2819/1998, de 1 de diciembre, del BCE, relativo al balance consolidado del sector de las instituciones financieras monetarias.

2.6. Órganos de dirección del Banco de España

Los órganos de dirección del Banco de España —los directores generales y el Comité de Dirección— sufren leves modificaciones. Respecto a las direcciones generales, mantienen sus competencias y funciones, y se añade una nueva: la de dar cuenta a la Comisión Ejecutiva, según corresponda, de las medidas adoptadas para la ejecución de las Instrucciones del BCE. En cuanto a los órganos de coordinación (las comisiones internas), se introducen también pequeñas variaciones en cuanto a su establecimiento y funcionamiento.

2.7. La estructura orgánica del Banco de España

Se mantiene la estructura orgánica del BE, que se organiza en cinco direcciones generales: Departamento Internacional; Operaciones, Mercados y Sistemas de Pago; Regulación; Servicios de Estudios, y Supervisión. Mantienen sus competencias, aunque adaptadas a las actuales funciones del BE.

Finalmente, se recoge que el régimen de ingresos en el Tesoro Público de los beneficios del BE para los años 1999, 2000 y 2001 será el establecido en el Real Decreto 1746/1999, de 19 de noviembre.

3. ENTIDADES DE CRÉDITO: CÁLCULO DEL TIPO DE INTERÉS DEL MERCADO INTERBANCARIO A UN AÑO (MIBOR)

La Ley 46/1998, de 17 de diciembre (5), sobre introducción del euro, facultó al Ministro de

(5) Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 1998», en *Boletín económico*, Banco de España, enero de 1999, pp. 69-77.

Economía y Hacienda para determinar una nueva fórmula de cálculo del tipo de interés interbancario a año (Mibor) como índice oficial en los préstamos hipotecarios en el supuesto de que no fuera posible su elaboración por dificultades técnicas o de mercado.

Dado que, desde la introducción del euro, cada vez eran más frecuentes los días en los que no se cruzaban en el mercado interbancario operaciones basadas en el citado tipo Mibor, lo que dificultaba la obtención del índice oficial, la OM de 1 de diciembre de 1999 determinó una nueva fórmula de cálculo que entró en vigor el pasado 1 de enero.

Dicha nueva fórmula se basaba en el supuesto de que en los días en los que *se crucen* operaciones a un año en el mercado de depósitos interbancario español, el Mibor sería el tipo medio cruzado ponderado por el efectivo de las operaciones a un año. En los días en que *no se crucen* operaciones, se acudiría al tipo Euribor, publicado por la Federación Bancaria Europea, que es un tipo de interés ofertado por una muestra de bancos para las operaciones de depósitos en euros a plazo de un año. Asimismo, la citada Orden predicaba que el Mibor dejaría de tener la consideración de tipo de referencia oficial del mercado hipotecario para los préstamos hipotecarios formalizados después del 1 de enero de 2000, manteniéndola para los anteriores. En consecuencia, a partir de esa fecha el único tipo oficial del mercado monetario que sirve de referencia para los préstamos hipotecarios es el Euribor.

Recientemente, la *CBE 1/2000, de 28 de enero*, ha ajustado el contenido de la CBE 8/1990, de 7 de septiembre, sobre transparencia de las operaciones y protección de la clientela, a lo dispuesto en la citada Orden. En este sentido, la Circular reproduce el contenido de la Orden, dejando el carácter oficial del Mibor para los préstamos hipotecarios formalizados antes del 1 de enero del año 2000 e introduciendo en su fórmula de cálculo las consideraciones establecidas en la OM de 1 de diciembre.

4. DEUDA DEL ESTADO: CONDICIONES DE EMISIÓN DURANTE EL AÑO 2000 Y ENERO DE 2001

La Ley 54/1999, de 30 de diciembre (6), de Presupuestos Generales del Estado para el año 2000, autorizó al Gobierno para que, a pro-

puesta del Ministro de Economía y Hacienda, pueda incrementar el saldo de la deuda del Estado durante este año hasta un importe de 1,708 billones de pesetas, que será efectivo al término del ejercicio, pudiendo ser sobrepasado durante el mismo, y prevé las causas por las que se revisará automáticamente. Asimismo, el RD-L 1091/1988, de 23 de septiembre, por el que se aprobó el texto refundido de la Ley General Presupuestaria, atribuye al Ministerio de Economía y Hacienda las facultades necesarias para la emisión, colocación y gestión de la deuda del Estado, con sujeción a los criterios del Gobierno y dentro de los límites cuantitativos fijados por la Ley de Presupuestos.

Por otro lado, la Ley 46/1998, de 17 de diciembre, sobre introducción del euro, estableció que las emisiones de deuda del Estado que realice la Dirección General del Tesoro y Política Financiera (en adelante, el Tesoro), a partir del 1 de enero de 1999, que hasta entonces venían denominándose en pesetas, han de estar necesariamente denominadas en euros. A su vez, el Gobierno, facultado por la Ley 46/1998, promulgó el RD 2813/1998, de 23 de diciembre (7), y estableció el procedimiento de redenominación a euros de la deuda del Estado registrada en la Central de Anotaciones, determinando que toda la deuda del Estado en circulación, denominada en pesetas, que se encontraba registrada en la Central a 31 de diciembre de 1998, quedaría denominada en euros a partir del 1 de enero de 1999.

Como viene siendo habitual en estas fechas, se han publicado el *RD 68/2000, de 21 de enero* (BOE del 22), y la *OM de 25 de enero de 2000* (BOE del 27), que disponen la creación y las condiciones de emisión de deuda del Estado para el año 2000 y enero de 2001, con el límite en este último mes del 15 % del volumen autorizado para el año 2000; y dos *Resoluciones de 27 de enero de 2000* del Tesoro (BOE del 28), que disponen determinadas emisiones de deuda y hacen público el calendario de subastas ordinarias de letras, bonos y obligaciones del Estado, que se ofertarán durante ese período.

En sentido amplio, continúan los mismos instrumentos, técnicas, prácticas y demás elementos que configuraron la política de deuda para 1999 y, en concreto, se mantiene la facultad del Ministro de Economía y Hacienda para llevar a cabo, entre otras, las siguientes operaciones:

(6) Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 1999», en *Boletín económico*, Banco de España, enero de 2000, pp. 76 y 77.

(7) Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 1998», en *Boletín económico*, Banco de España, enero de 1999, pp. 69-77.

- a) Proseguir la realización de operaciones de endeudamiento en las modalidades previstas, así como modificar su nombre comercial o agrupar más de una modalidad bajo una sola denominación.
- b) Podrá crear, en el marco de la legislación fiscal aplicable, nuevas modalidades de deuda del Estado, negociable o no negociable, estableciendo su denominación comercial, técnicas de emisión y demás características.
- c) Podrá regular las prácticas de emisión o de determinación de cupones de interés que permitan agrupar emisiones o colocar sucesivamente partes de una misma emisión, de manera que se alcancen los volúmenes de valores homogéneos necesarios para la fluidez de los mercados secundarios.
- d) A efectos de la negociación de la deuda, podrá autorizar la segregación del principal y cupones de determinadas emisiones de deuda del Estado, así como su posterior reconstitución (denominados habitualmente *strips* de deuda pública).

En el caso de emisiones de deuda del Estado cuya oferta o colocación inicial se efectúe en el extranjero, podrán pactarse, respecto a los rendimientos obtenidos por no residentes, las cláusulas y condiciones usuales previstas para estas operaciones en la Ley General Presupuestaria.

En cuanto a la formalización de la deuda pública, esta adoptará, como en años anteriores, la modalidad de letras del Tesoro —a seis, a doce y a dieciocho meses—, bonos del Estado —a tres y a cinco años— y obligaciones del Estado —a diez, a quince y a treinta años—; representándose en todos los casos, exclusivamente, mediante anotaciones en cuenta.

Respecto a los procedimientos de emisión, se mantienen los tradicionales, pudiendo efectuarse:

- Mediante subastas (ofertas competitivas y no competitivas), que se desarrollarán conforme a las reglas hechas públicas con anterioridad a la celebración de las mismas, entre el público en general, entre colocadores autorizados o entre un grupo restringido de estos que adquieren compromisos especiales respecto a la colocación o negociación de la deuda.
- Mediante cualquier técnica que no entrañe desigualdad de oportunidades para los potenciales adquirentes de los valores.

Asimismo, se mantiene la periodicidad de la celebración de las subastas ordinarias en las fechas preestablecidas:

- Para las letras del Tesoro: cada dos semanas, coincidiendo las subastas de letras a doce y a dieciocho meses y, alternando, cada cuatro semanas, las de seis meses.
- Para los bonos y obligaciones del Estado: cada mes, excepto las obligaciones a treinta años, que será cada dos meses, y las de quince años, que pasan a tener carácter bimestral. En cuanto a la redistribución de las fechas de resolución de las subastas de los bonos y obligaciones será la siguiente: en el caso de los bonos a tres años y las obligaciones a diez, tendrán lugar el primer miércoles de cada mes, y los bonos a cinco años y las obligaciones a quince años y a treinta años (estas últimas, el mes que les corresponda), el jueves siguiente —siempre que en ambos casos sean días hábiles en la plaza de Madrid—.

En cuanto a las ofertas competitivas, el importe nominal mínimo será de 1.000 euros en las subastas de letras del Tesoro a doce y dieciocho meses, de 500.000 euros en las de seis meses, y de 5.000 euros en las subastas de bonos y obligaciones. En todos los casos, las peticiones por importes superiores habrán de ser múltiplos enteros de 1.000 euros, salvo para las letras del Tesoro a seis meses, que habrán de ser múltiplos de 100.000 euros.

Respecto a las ofertas no competitivas, el importe nominal mínimo será de 1.000 euros, tanto en las subastas de letras del Tesoro a doce y dieciocho meses como en las subastas de bonos y obligaciones, siendo el importe nominal máximo por cada postor de 200.000 euros. En las letras a seis meses no se aceptarán peticiones no competitivas.

5. BOLSAS DE VALORES: CONDICIONES PARTICULARES DE ADMISIÓN Y PERMANENCIA EN EL NUEVO MERCADO

Con el fin de servir de manera eficiente a las necesidades de financiación de empresas de alta tecnología de producto o de proceso productivo o de alto potencial de crecimiento, la OM de 22 de diciembre de 1999 (8) creó un segmento especial de negociación en las bolsas de valores, denominado *Nuevo Mercado*,

(8) Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 1999», en *Boletín económico*, Banco de España, enero de 2000, p. 71.

en el que se negociarían los valores de empresas de estos sectores innovadores. Asimismo, en esta Orden se prevé que la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) establecería los criterios generales que deben cumplir los valores de una empresa que negocien en dicho mercado, así como las condiciones particulares de admisión y permanencia.

Al objeto de dar cumplimiento al mandato de la mencionada Orden y siguiendo los criterios de segmentos especiales de negociación de características similares existentes en otras bolsas europeas, se ha publicado la *CCNMV 1/2000, de 9 de febrero* (BOE del 17), que determina el tipo de empresas a las que se dirige el Nuevo Mercado, las condiciones de admisión, los requisitos de información y transparencia de los emisores, las particularidades del procedimiento de admisión de valores, así como las condiciones específicas de contratación que han de establecer para la negociación de valores en dicho mercado.

Siguiendo este orden de cosas, el Nuevo Mercado tiene por objeto la negociación de los valores emitidos por empresas cuya actividad principal se enmarque en un sector innovador tecnológicamente puntero en el ámbito de producto o en el ámbito de proceso productivo o sectores que ofrezcan grandes posibilidades de crecimiento. Para que sus valores sean admitidos a negociación en el Nuevo Mercado, los emisores deberán cumplir los requisitos de carácter general establecidos en la Ley del Mercado de Valores, en su normativa de desarrollo y en el reglamento de bolsas (9).

En cuanto a los requisitos de información y transparencia de los emisores, estos deberán cumplir las obligaciones de información pública periódica y publicidad de hechos relevantes previstas en la Ley del Mercado de Valores y su normativa de desarrollo. Al menos una vez al año, los emisores pondrán a disposición del público, en forma de hecho relevante, una información explicativa de la evolución y perspectivas del negocio y de los planes de inversión y financiación previstos para su futuro desarrollo.

Sobre el procedimiento de admisión de valores en el Nuevo Mercado, las empresas emisoras deberán obtener de las bolsas un informe

no vinculante sobre la idoneidad para cotizar en él con anterioridad a la verificación del folleto informativo que ampare su admisión en él. En lo demás, tanto el procedimiento de emisión y oferta pública como la admisión de los valores se regirá por lo previsto en la Ley del Mercado de Valores y su normativa de desarrollo, incorporando determinadas informaciones específicas para este tipo de empresas que se detallan en la Circular.

Por último, se determinan las condiciones específicas de contratación de valores en el Nuevo Mercado. Así, las reglas de contratación de valores que establezcan las bolsas deberán: a) fijar límites de fluctuación diaria de precio; b) regular las circunstancias y mecanismos automáticos o discrecionales de ampliación de dichos límites; c) crear sistemas para la resolución de situaciones que impidan la formación de precio y la negociación de valores, y d) fijar tanto los límites como las normas de transparencia de carácter general para la actuación de los miembros que se obliguen a fomentar la liquidez de los valores, de forma que no interfieran en la correcta formación de precios del mercado.

6. INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA: INVERSIÓN EN VALORES NEGOCIADOS EN EL MERCADO DE VALORES LATINOAMERICANOS

La Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de las IIC, desarrollada reglamentariamente por el RD 1393/1990, de 2 de noviembre, estableció que estas entidades tendrían, al menos, el 90 % de su activo invertido en valores mobiliarios admitidos a cotización oficial en bolsa y otros activos financieros contratados en mercados organizados, reconocidos oficialmente, de funcionamiento regular, y abiertos al público. Asimismo, se establecía que un mercado tendría estas características cuando así lo estableciera el Ministro de Economía y Hacienda, previo informe de la CNMV.

Por otro lado, por acuerdo del Consejo de Ministros del pasado 29 de octubre, se autorizó la creación del mercado de valores latinoamericanos como sistema organizado de negociación de valores y otros instrumentos financieros, al amparo de lo establecido en la Ley 24/1988, de 28 de julio. En dicho acuerdo se encomendó al Servicio de Compensación y Liquidación de Valores las funciones de registro, compensación y liquidación de las operaciones que se realicen en este mercado, y a la CNMV el control y supervisión del mercado de valores latinoamericanos.

(9) Los requisitos que deben cumplir las empresas emisoras son los siguientes: un capital mínimo de 200 millones de pesetas y una difusión mínima del capital (al menos, 100 accionistas con participación individual inferior al 25 % del capital social), y un informe que la entidad emisora debe aportar a la CNMV sobre las perspectivas financieras y de negocio, y sobre la evolución de sus resultados en los próximos ejercicios.

Recientemente, la *OM de 10 de marzo de 2000* (BOE del 17), sobre inversiones de las IIC en valores negociados en el mercado de valores latinoamericanos, ha considerado aptos los valores negociados en este mercado para la inversión del activo de las sociedades y fondos de inversión, por reunir el citado mercado los requisitos establecidos en la Ley 467/1984.

7. FIRMA ELECTRÓNICA: REGLAMENTO DE ACREDITACIÓN DE PRESTADORES DE SERVICIOS DE CERTIFICACIÓN Y DE CERTIFICACIÓN DE DETERMINADOS PRODUCTOS

En consonancia con el marco comunitario para la firma electrónica, el RD-L 14/1999, de 17 de septiembre, estableció una regulación para el uso de esta, previendo el régimen el establecimiento de sistemas voluntarios para la acreditación de prestadores de servicios de certificación y para la evaluación de la conformidad de los productos de firma electrónica con los requisitos que ello exige. Posteriormente, el RD-L 16/1999, de 15 de octubre, por el que se adoptan medidas para combatir la inflación y facilitar un mayor grado de competencia en las telecomunicaciones, habilitó al Ministro de Fomento para desarrollar el citado RD-L 14/1999.

Haciendo uso de esta habilitación, se ha publicado la *OM de 21 de febrero de 2000* (BOE del 22), por la que se aprueba el Reglamento

de acreditación de prestadores de servicios de certificación y de certificación de determinados productos de firma electrónica.

El Reglamento regula el funcionamiento de los sistemas de acreditación y de certificación que giran en torno a tres clases de órganos, entidades u organismos: 1) los órganos competentes para la acreditación de prestadores y la emisión de certificados de conformidad de productos de firma electrónica; 2) las entidades encargadas de evaluar y emitir informe o certificado, y 3) el organismo independiente al que se recomienda la acreditación de dichas entidades de evaluación, cuya designación se lleva a cabo en este Reglamento.

Por otro lado, la Orden determina el régimen jurídico de las acreditaciones y certificados de conformidad, los requisitos para su obtención y las condiciones para el reconocimiento de los expedidos en otros Estados. Así, se reconocerá eficacia a los certificados sobre dispositivos seguros de creación y de verificación de firma electrónica que hayan sido expedidos por los organismos designados para ello por los Estados miembros de la UE. Igualmente se reconocerá los que hayan sido expedidos por los organismos designados por Estados que no sean miembros de la UE, cuando un acuerdo internacional de reconocimiento mutuo vinculante para España así lo disponga.

12.4.2000.

INFORMACIÓN DEL BANCO DE ESPAÑA

TIPOS DE INTERÉS ACTIVOS LIBRES DECLARADOS POR BANCOS Y CAJAS DE AHORROS

Situación al día 31 de Marzo de 2000

BANCOS	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c (a)		Excedidos cta/cto (b)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
GRANDES BANCOS					
BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA.....	6,25	33,18	29,00	32,31	29,00
ESPAÑOL DE CRÉDITO	5,25	33,18	29,00	33,18	29,00
POPULAR ESPAÑOL	5,50	33,18	29,00	32,31	29,00
SANTANDER CENTRAL HISPANO.....	5,00	33,18	29,00	32,31	29,00
Media simple	5,50	33,18	29,00	32,53	29,00
RESTO BANCA NACIONAL					
ALBACETE	—	—	—	—	—
ALCALÁ	7,71	33,18	—	33,18	—
ALICANTE	6,25	33,18	29,00	32,31	29,00
ALICANTINO DE COMERCIO.....	—	—	—	—	—
ALTAE BANCO.....	5,00	22,50	20,82	(12,55)	(12,00)
ANDALUCÍA	5,50	33,18	29,00	32,31	29,00
ASTURIAS	5,50	30,32	27,00	30,32	27,00
BANCOFAR.....	4,00	10,62	—	18,10	—
BANCOVAL.....	7,00	8,00	—	—	(5,00)
BANESTO BANCO DE EMISIONES	10,00	32,31	29,00	32,31	29,00
BANKINTER	3,50	23,88	22,00	23,88	22,00
BARCELONA.....	—	—	—	—	—
BBV BANCO DE FINANCIACIÓN	—	—	—	—	—
BBV PRIVANZA BANCO	5,75	18,12	17,00	18,12	17,00
BSN BANIF	4,50	33,18	29,00	32,31	29,00
CASTILLA	5,50	33,18	29,00	32,31	29,00
CATALANA	6,00	33,18	29,00	32,31	29,00
COMERCIO.....	6,00	33,18	29,00	32,31	29,00
CONDAL.....	4,50	10,47	10,00	10,47	10,00
COOPERATIVO ESPAÑOL	5,50	10,62	10,23	19,25	18,00
CREDIT LYONNAIS ESPAÑA.....	4,00	13,75	—	13,75	—
CRÉDITO BALEAR	5,50	33,18	29,00	32,31	29,00
CRÉDITO LOCAL DE ESPAÑA	—	18,00	18,00	19,56	18,00
DEPOSITARIO BBV	7,75	33,18	29,00	—	—
DEPÓSITOS	4,75	12,68	12,00	12,68	12,00
DESARROLLO ECONÓMICO ESPAÑOL.....	5,75	28,97	26,00	28,97	26,00
ESFINGE	6,25	15,63	—	22,50	—
ETCHEVERRÍA.....	4,83	20,44	—	20,11	—
EUROBANK DEL MEDITERRÁNEO	5,00	10,62	—	19,00	—
EUROPA	5,75	33,18	29,00	22,13	20,50
EUROPEO DE FINANZAS.....	5,50	23,88	22,00	23,88	22,00
FINANZAS E INVERSIONES.....	6,00	19,25	18,00	19,25	18,00
FINANZIA, BANCO DE CRÉDITO	6,50	32,31	29,00	32,31	29,00
GALICIA.....	5,50	33,18	29,00	32,31	29,00
GALLEGO	4,50	33,18	29,00	32,31	29,00
GUIPUZCOANO	5,50	33,18	29,00	32,31	29,00
HBF BANCO FINANCIERO, S.A.....	6,00	33,18	29,00	33,18	29,00
HERRERO.....	5,75	33,18	29,00	22,13	20,50
HUELVA, EN LIQUIDACIÓN	—	—	—	—	—
INDUSTRIAL DE BILBAO.....	—	—	—	—	—
INVERSIÓN.....	4,69	28,07	25,00	27,44	25,00
JOVER	4,50	22,50	20,82	(12,55)	(12,00)
MAPFRE.....	4,50	10,62	—	10,62	—

(Continuación) 2
Situación al día 31 de marzo de 2000

BANCOS	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c (a)		Excedidos cta/cto (b)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
MARCH.....	6,00	30,60	—	29,86	—
MURCIA.....	5,25	32,31	29,00	32,31	29,00
NEGOCIOS ARGENTARIA.....	9,75	33,18	—	32,31	—
NOROESTE, EN LIQUIDACIÓN.....	—	—	—	—	—
OCCIDENTAL.....	—	—	—	—	—
OPEN BANK, S.A.....	—	7,65	7,39	7,65	7,39
PASTOR.....	4,50	21,34	19,50	31,08	28,00
PEQUEÑA Y MEDIANA EMPRESA.....	5,00	28,82	27,00	29,86	27,00
POPULAR HIPOTECARIO.....	5,50	33,18	29,00	32,31	29,00
PRIVAT BANK.....	3,50	9,38	9,00	9,38	9,00
PROBANCA, SERVICIOS FINANCIEROS.....	4,90	20,39	—	—	(5,00)
PROMOCIÓN DE NEGOCIOS.....	—	—	—	—	—
PUEYO.....	8,42	28,65	26,00	28,65	26,00
SABADELL.....	5,50	30,32	27,00	30,32	27,00
SABADELL MULTIBANCA.....	5,50	30,32	27,00	30,32	27,00
SANTANDER CENTRAL HISPANO INVESTMENT.....	5,00	10,62	10,14	10,62	10,14
SEVILLA, EN LIQUIDACIÓN.....	—	—	—	—	—
SOC. ESPAÑOLA BANCA NEGOCIOS.....	6,50	19,82	18,50	19,82	18,50
SOLBANK, SBD.....	5,50	30,32	27,00	30,32	27,00
UBS ESPAÑA.....	4,50	10,63	10,14	10,63	10,14
UNOE BANK.....	—	—	—	—	—
VALENCIA.....	5,00	32,31	29,00	32,31	29,00
VASCONIA.....	5,50	33,18	29,00	32,31	29,00
VITORIA.....	5,25	33,18	29,00	33,18	29,00
ZARAGOZANO.....	5,00	28,08	25,00	28,08	25,00
<i>Media simple.....</i>	<i>5,58</i>	<i>25,01</i>	<i>23,73</i>	<i>25,53</i>	<i>23,72</i>
BANCA EXTRANJERA					
A/S JYSKE BANK, S.E.....	—	—	—	—	—
A.B.N. AMRO BANK N.V., S.E.....	4,43	10,62	—	10,62	—
AMÉRICA.....	3,00	12,62	12,06	12,62	12,06
ARAB BANK PLC, S.E.....	4,25	10,47	—	10,47	—
ÁRABE ESPAÑOL.....	6,00	26,56	—	28,07	—
ASSOCIATES CAPITAL CORPORATION.....	—	—	—	—	—
ATLÁNTICO.....	5,00	28,07	25,00	28,07	25,00
B.N.P.-ESPAÑA.....	4,00	10,62	10,35	—	(6,00)
BANKERS TRUST COMPANY, S.E.....	3,16	10,00	—	10,00	—
BANKOA.....	4,00	29,00	—	29,00	—
BANQUE NATIONALE DE PARIS, S.E.....	4,00	10,62	10,35	—	(6,00)
BANQUE PSA FINANCE HOLDING, S.E.....	5,40	—	—	—	—
BARCELONESA DE FINANCIACIÓN.....	9,75	—	—	22,50	—
BARCLAYS BANK.....	4,50	10,62	—	32,31	—
BARCLAYS BANK PLC, S.E.....	4,00	10,62	—	32,31	—
BPI, S.E.....	5,09	7,97	7,75	7,97	7,75
BRASIL, S.E.....	7,00	12,50	—	—	(3,00)
BRUXELLES LAMBERT, S.E.....	7,19	10,38	10,00	10,38	10,00
C. R. C. A. M. PYRENEES-GASCOGNE, S.E.....	—	—	—	—	—
C. R. C. A. M. SUD MEDITERRANÉE, S.E.....	—	—	—	20,31	—
CARIPLO S.P.A., S.E.....	3,80	8,35	8,05	—	(2,00)
CHASE MANHATTAN BANK, C.M.B.....	3,25	15,00	14,06	(2,02)	(2,00)
CHASE MANHATTAN BANK, S.E.....	3,25	15,00	14,06	(2,02)	(2,00)
CITIBANK ESPAÑA.....	6,50	33,18	29,00	(4,06)	(4,00)

(Continuación) 3

Situación al día 31 de marzo de 2000

BANCOS	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c (a)		Excedidos cta/cto (b)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
CITIBANK N.A., S.E.....	9,75	20,00	—	20,00	—
COMMERCIALE ITALIANA, S.E.	6,00	10,62	—	—	(3,00)
COMMERZBANK A.G., S.E.	2,80	13,65	13,00	13,65	13,00
CRÉDIT AGRICOLE INDOSUEZ, S.E.	—	10,62	10,36	10,62	10,36
CRÉDIT COMMERCIAL FRANCE, S.E.	4,00	12,91	12,50	(4,06)	(4,00)
CRÉDIT LYONNAIS, S.E.....	5,00	21,55	20,00	21,55	20,00
CRÉDIT SUISSE, S.E.	3,94	7,00	—	7,00	—
DE LAGE LANDEN INT. B.V., S.E.	—	—	—	—	—
DEUTSCHE BANK.....	3,00	29,86	27,00	29,86	27,00
DEUTSCHE BANK A.G., S.E.....	—	—	—	—	—
DEUTSCHE BANK CREDIT.....	6,00	10,62	—	13,75	—
DEUTSCHE HYP A.G., S.E.	—	—	—	—	—
DRESDNER BANK A.G., S.E.....	3,87	10,62	10,10	10,62	10,10
ESPIRITO SANTO	4,50	32,31	29,00	10,63	10,14
ESPIRITO SANTO, S.E.....	4,50	25,58	23,00	10,62	10,14
ESTADO DE SAO PAULO, S. MADRID	4,75	14,14	13,75	14,14	13,75
EUROHYPO A.G., S.E.....	—	—	—	—	—
EXTREMADURA.....	5,00	28,65	26,00	28,65	26,00
FCE BANK PLC, S.E.....	5,35	10,62	—	5,35	—
FIMAT INTERN. BANQUE, S.E.....	—	—	—	—	—
FIMESTIC.....	—	—	—	—	—
FRANFINANCE, S.E.....	—	—	—	—	—
FORTIS BANK, S.E.	3,00	15,56	15,00	—	(3,00)
HALIFAX HISPANIA	—	10,62	—	—	—
HSBC BANK PLC, S.E.	4,05	10,57	10,30	(3,03)	(3,00)
HSBC INVESTMENT BANK PLC, S.E.....	1,50	10,25	10,00	(3,03)	(3,00)
INDUSTRIAL BANK OF JAPAN, S.E.....	5,00	—	—	—	(2,00)
ING BANK N.V., S.E.	—	—	—	—	—
LLOYDS TSB BANK PLC, S.E.....	4,75	10,60	10,20	(4,06)	(4,00)
LUSO ESPAÑOL	5,00	28,65	26,00	28,65	26,00
MADRID.....	—	—	—	—	—
MAROCAINE DU COM. EXT. INTERNAT.....	3,80	32,20	29,00	32,20	29,00
MONTE DEI PASCHI DI SIENA, S.E.....	4,50	9,50	—	—	(2,00)
MORGAN GUARANTY TRUST CO, S.E.....	4,50	9,35	9,00	9,55	9,35
NACIÓN ARGENTINA, S.E.....	10,00	24,36	22,00	—	(4,00)
NATIONAL WESTMINSTER PLC, S.E.....	8,75	21,94	20,00	21,55	20,00
NAZIONALE DEL LAVORO, SPA, S.E.....	3,50	26,25	—	20,40	—
NEWCOURT FINANCE S.N.C., S.E.....	—	—	—	—	—
PARIBAS, S.E.	4,50	10,62	10,14	(2,02)	(2,00)
PORTUGUES DE INVESTIMENTO, S.E.....	—	—	—	—	—
RABOBANK NEDERLAND, S.E.....	5,50	33,18	29,00	32,31	29,00
ROMA, S.P.A., S.E.....	5,75	10,25	10,00	—	(4,00)
ROYAL BANK CANADA EUROPE, S.E.....	4,30	10,30	—	—	(2,00)
SIMEÓN.....	5,00	32,31	29,00	32,31	29,00
SOCIÉTÉ GÉNÉRALE, S.E.	5,75	10,62	10,22	(3,03)	(3,00)
SYGMA HISPANIA, S.E.....	—	—	—	—	—
TOKYO-MITSUBISHI LTD, S.E.	3,75	24,32	—	(2,02)	—
URQUIJO.....	3,50	29,97	26,50	29,97	26,50
WESTDEUTSCHE LANDESBANK GZ, S.E.	3,75	10,63	11,06	10,63	11,06
<i>Media simple</i>	<i>4,84</i>	<i>16,91</i>	<i>16,74</i>	<i>19,10</i>	<i>17,87</i>
TOTAL					
<i>Media simple</i>	<i>5,22</i>	<i>21,49</i>	<i>21,05</i>	<i>23,37</i>	<i>22,23</i>

(Continuación) 4
Situación al día 31 de Marzo de 2000

CAJAS	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c (a)		Excedidos cta/cto (b)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
ASTURIAS.....	3,50	24,98	22,00	23,88	22,00
ÁVILA.....	4,50	27,44	—	27,44	—
BADAJOS.....	4,00	18,70	—	19,25	18,00
BALEARES.....	4,90	20,39	—	26,24	—
BILBAO BIZKAIA KUTXA.....	5,25	20,40	19,00	20,40	19,00
BURGOS CÍRCULO CATÓLICO OBREROS.....	5,11	10,56	—	15,87	—
BURGOS MUNICIPAL.....	4,50	10,60	10,33	15,87	15,00
CANARIAS GENERAL.....	5,88	17,00	—	—	(8,00)
CANARIAS INSULAR.....	7,00	27,44	25,00	19,82	18,50
CARLET.....	4,59	13,65	—	19,25	—
CASTILLA-LA MANCHA.....	4,50	23,30	—	23,30	—
CATALUNYA.....	5,50	22,50	20,82	22,50	20,82
CECA.....	6,50	10,25	10,00	—	(2,00)
COLONYA-POLLENSA.....	5,92	24,32	23,00	25,06	23,00
CÓRDOBA.....	5,50	25,59	23,00	25,06	23,00
ESPAÑA DE INVERSIONES.....	3,29	23,21	—	(6,14)	—
EXTREMADURA.....	4,07	10,60	10,20	10,60	10,20
GALICIA.....	3,75	29,97	26,50	29,97	26,50
GIRONA.....	4,00	18,75	—	18,75	—
GIPUZKOA Y SAN SEBASTIÁN.....	5,25	18,68	17,25	18,68	17,25
GRANADA GENERAL.....	4,75	21,00	20,00	21,55	20,00
GUADALAJARA.....	5,75	24,44	—	18,11	—
HUELVA Y SEVILLA.....	5,00	22,48	20,45	18,75	17,31
INMACULADA DE ARAGÓN.....	5,35	26,82	—	26,25	—
JAÉN.....	5,00	26,56	—	27,44	—
LAJETANA.....	4,00	23,88	22,00	23,88	22,00
MADRID.....	4,50	22,50	20,82	(12,55)	(12,00)
MANLLEU.....	3,75	19,75	—	19,75	—
MANRESA.....	6,25	10,62	10,14	—	(5,00)
MEDITERRÁNEO.....	4,50	27,44	25,00	27,44	25,00
MURCIA.....	5,00	18,75	17,56	—	(6,00)
NAVARRA.....	5,00	18,27	17,50	18,68	17,50
ONTINYENT.....	5,88	19,50	17,95	19,50	18,22
PENEDÉS.....	3,29	22,13	—	—	(10,00)
PENSIONES DE BARCELONA.....	5,75	33,18	29,00	22,13	20,50
PONTEVEDRA.....	4,50	26,56	—	27,44	—
RIOJA.....	5,00	19,25	18,00	19,25	18,00
SABADELL.....	5,25	21,26	19,75	21,26	19,75
SALAMANCA Y SORIA.....	4,00	13,75	—	13,75	—
SAN FERNANDO, SEVILLA Y JEREZ.....	7,25	22,50	—	—	(5,00)
SANTANDER Y CANTABRIA.....	4,75	28,07	25,00	(6,17)	(6,00)
SEGOVIA.....	4,50	18,75	—	18,75	—
TARRAGONA.....	5,75	20,44	18,75	20,11	18,75
TERRASSA.....	4,44	14,93	—	14,93	—
UNICAJA.....	5,00	27,44	25,00	27,44	25,00
VALENCIA, CASTELLÓN Y ALICANTE.....	3,01	28,07	25,00	28,07	25,00
VIGO E OURENSE.....	4,50	22,50	21,35	22,50	20,81
VITORIA Y ÁLAVA.....	5,75	18,74	17,94	18,74	17,55
ZARAGOZA, ARAGÓN Y RIOJA-IBERCAJA.....	5,87	10,62	—	24,00	—
TOTAL					
<i>Media simple</i>	4,92	20,99	19,94	21,54	19,95

(a) Tipos aplicables con carácter general; no comprenden los aplicables a los descubiertos de consumidores cuando las entidades los han diferenciado en virtud de la Ley 7/1995, de 23 de marzo.

(b) Las cifras entre paréntesis son recargos sobre el tipo contractual de la operación original.

REGISTROS OFICIALES DE ENTIDADES

Variaciones producidas entre el 23 de marzo y el 13 de abril de 2000

Código	Nombre	Fecha	Concepto
BANCOS			
0036	BANCO SANTANDER DE NEGOCIOS, S.A.	27.03.2000	CAMBIO DE DENOMINACIÓN SOCIAL POR SANTANDER CENTRAL HISPANO INVESTMENT, S.A.
0036	SANTANDER CENTRAL HISPANO INVESTMENT, S.A.	27.03.2000	CAMBIO DE DOMICILIO SOCIAL A PLAZA DE CANALEJAS, 1.-28014 MADRID.
0086	BANCO BANIF, BANQUEROS PERSONALES, S.A.	27.03.2000	CAMBIO DE DENOMINACIÓN SOCIAL POR BANCO BSN BANIF, S.A.
0086	BANCO BSN BANIF, S.A.	27.03.2000	CAMBIO DE DOMICILIO SOCIAL A PASEO DE LA CASTELLANA, 24.-28046 MADRID.
0228	BANCO CDC URQUIJO, S.A.	04.04.2000	ALTA PROVISIONAL CON DOMICILIO SOCIAL EN AVENIDA ZAMENHOF, 22 (PL. 1, EDIF. TRÉBOL).-28027 MADRID.
0228	BANCO CDC URQUIJO, S.A.	13.04.2000	INSCRIPCIÓN DEFINITIVA.
ESTABLECIMIENTOS FINANCIEROS DE CRÉDITO			
4819	CANTABRIA GESTIÓN DE SERVICIOS FINANCIEROS, S.A., E.F.C.	04.04.2000	CAMBIO DE DENOMINACIÓN SOCIAL POR BANCANTABRIA INVERSIONES, S.A., E.F.C.

	Nombre	Fecha recepción comunicación	Concepto
ENTIDADES DE CRÉDITO COMUNITARIAS OPERANTES EN ESPAÑA SIN ESTABLECIMIENTO (ART. 20, 2ª DIR. DE COORDINACIÓN BANCARIA 89/646/CEE)			
	JP MORGAN & CIE SA	30.03.2000	ALTA. PAÍS DE ORIGEN: FRANCIA.
	ZEBANK	10.04.2000	ALTA. PAÍS DE ORIGEN: FRANCIA.

Código	Nombre	Fecha	Concepto
--------	--------	-------	----------

OFICINAS DE REPRESENTACIÓN EN ESPAÑA DE ENTIDADES DE CRÉDITO EXTRANJERAS

1243	DEUTSCHE PFANDBRIEF-UND HIPOTHEKENBANK A.G.	13.04.2000	BAJA POR CIERRE.
------	---------------------------------------------	------------	------------------

ESTABLECIMIENTOS DE COMPRA-VENTA DE MONEDA EXTRANJERA Y/O GESTIÓN DE TRANSFERENCIAS

1718	SOUTH EXCHANGE, MONEY TRANSFERS, ESPAÑA, S.A.	27.03.2000	ALTA CON DOMICILIO SOCIAL EN CALLE RÍOS ROSAS, 42 (PL. 4 A).-28003 MADRID.
1719	QUICK CHANGE, SOCIEDAD ANÓNIMA	07.04.2000	ALTA CON DOMICILIO SOCIAL EN PLAZA ALFÉRECES PROVISIONALES, (EDIF. TARAJAL, AP. 404).-38003 SANTA CRUZ DE TENERIFE.
1722	WORLD CURRENCY, SOCIEDAD ANÓNIMA	07.04.2000	ALTA CON DOMICILIO SOCIAL EN AVENIDA DE LA CONSTITUCIÓN, 30.-41001 SEVILLA.
1720	UNITED EUROPHIL, S.A.	12.04.2000	ALTA CON DOMICILIO SOCIAL EN CALLE ALFONSO XII, 58 (BAJO).-28014 MADRID.
1721	FILIPINO EXPRESS, SOCIEDAD ANÓNIMA	12.04.2000	ALTA CON DOMICILIO SOCIAL EN PASEO DE LA CASTELLANA, 210 (PL. 4-7).-28046 MADRID.

ARTÍCULOS Y PUBLICACIONES
DEL BANCO DE ESPAÑA

ARTÍCULOS PUBLICADOS ÚLTIMAMENTE EN EL BOLETÍN ECONÓMICO

1998	Mes	Pág.	1998	Mes	Pág.
Conferencia del Gobernador del Banco de España, Luis Ángel Rojo, en la clausura de la XXV edición de las Jornadas de Mercado Monetario	Jun	7	Las sociedades de tasación: actividad en 1997	Nov	57
Evolución económica y financiera	Jun	15	¿Son posibles las divergencias entre los países de la Unión Monetaria?	Nov	67
Resultados de las empresas no financieras en el primer trimestre de 1998	Jun	27	Comparecencia del Gobernador del Banco de España ante la Comisión de Economía, Comercio y Hacienda del Congreso de los Diputados	Dic	5
Indicadores de precios, costes y márgenes en las diversas ramas productivas	Jun	41	Evolución económica y financiera	Dic	11
Una clasificación por riesgos de los fondos de inversión españoles	Jun	49	Resultados de las empresas no financieras en 1997 y hasta el tercer trimestre de 1998	Dic	25
Expectativas sobre los tipos de interés: una estimación de su distribución	Jun	57	La localización geográfica nacional de las entidades bancarias españolas	Dic	41
Informe trimestral de la economía española	Jul-Ago	7			
Importancia de la caída de los tipos de interés en la revalorización reciente de las bolsas internacionales	Jul-Ago	55	1999	Mes	Pág.
Un modelo de cambio de régimen para la tasa de inflación española	Jul-Ago	65	Informe trimestral de la economía española	Ene	7
Los establecimientos financieros de crédito: actividad y resultados en 1997	Jul-Ago	69	Determinantes de la duración del desempleo: el paro de larga duración y la salida a un empleo fijo	Ene	53
Regulación financiera: segundo trimestre de 1998	Jul-Ago	89	Regulación financiera: cuarto trimestre de 1998	Ene	61
Evolución económica y financiera	Sep	7	Publicación del libro <i>Monetary Policy and Inflation in Spain</i>	Ene	101
Resultados de las empresas no financieras en el segundo trimestre de 1998	Sep	19	Evolución reciente de la economía española	Feb	7
Empleo y paro según la Encuesta de Población Activa en el segundo trimestre de 1998	Sep	31	La evolución del empleo y del paro durante 1998	Feb	21
Las sociedades de garantía recíproca: actividad y resultados en 1997	Sep	37	La economía latinoamericana en perspectiva	Feb	27
Información sobre el número de operaciones, personal y oficinas de las entidades de crédito a diciembre de 1997	Sep	45	Evolución reciente de la economía española	Mar	7
La controlabilidad de los agregados monetarios	Sep	57	Resultados de las empresas no financieras en el cuarto trimestre de 1998 y avance de cierre del ejercicio	Mar	21
Informe trimestral de la economía española	Oct	7	El ciclo económico en España y su relación con el europeo	Mar	33
Perspectivas para la titulación de activos en España	Oct	53	Algunas consideraciones sobre el cálculo del saldo público ajustado del ciclo	Mar	39
Implicaciones para la política monetaria de las operaciones de lavado de cupón	Oct	61	Premio de Economía de Castilla y León Infanta Cristina 1998 al Servicio de Estudios del Banco de España	Mar	47
El mercado de divisas en España, en 1998	Oct	67	Informe trimestral de la economía española	Abr	7
Regulación financiera: tercer trimestre de 1998	Oct	77	Relación entre contratos laborales y financieros: un estudio teórico y empírico para el caso español	Abr	49
Algunas reflexiones sobre el inicio de la Unión Monetaria. Conferencia del Gobernador del Banco de España en la apertura del Encuentro Internacional sobre «El euro y sus repercusiones sobre la economía española»	Nov	7	El uso del cemento en la construcción por tipología de la obra	Abr	57
Evolución económica y financiera	Nov	13	La cuenta de resultados de las entidades de depósito en 1998	Abr	63
Empleo y paro según la Encuesta de Población Activa en el tercer trimestre de 1998	Nov	25	Regulación financiera: primer trimestre de 1999	Abr	113
La reforma de la Ley del Mercado de Valores y el mercado de deuda pública	Nov	31	Evolución reciente de la economía española	May	7
Los nuevos estados contables de las entidades de crédito. Análisis de su información e implicaciones para el coeficiente de caja	Nov	51	Medidas de inflación subyacente	May	21
			El canal del crédito bancario: un análisis empírico con datos empresariales	May	29

1999	Mes	Pág.	1999	Mes	Pág.
Un nuevo método para el control de calidad de los datos en series temporales	May	37	La economía española ante los retos de la globalización y de la integración en el euro	Nov	61
Convocatoria extraordinaria de una beca para realizar un estudio sobre la contribución del Servicio de Estudios del Banco de España al conocimiento de la economía española	May	45	Evolución reciente de la economía española	Dic	9
Evolución reciente de la economía española	Jun	9	Diferencias entre los precios energéticos de España y de la UEM	Dic	23
Resultados de las empresas no financieras en el primer trimestre de 1999	Jun	23	Los mercados e intermediarios financieros españoles	Dic	33
La evolución del empleo durante el primer trimestre de 1999	Jun	35			
Análisis de las magnitudes monetarias dentro de la UEM	Jun	41	2000	Mes	Pág.
Los establecimientos financieros de crédito. Actividad y resultados en 1998	Jun	49	Informe trimestral de la economía española	Ene	9
Información sobre número de operaciones, personal y oficinas de las entidades de crédito a diciembre de 1998	Jun	71	¿Ha aumentado el grado de integración financiera durante los noventa?	Ene	55
Informe trimestral de la economía española.	Jul-Ago	9	Regulación financiera: cuarto trimestre de 1999	Ene	63
Las modalidades de contratación en España: algunas consideraciones sobre el impacto de la última reforma	Jul-Ago	55	La reforma del sistema de provisiones de insolvencia	Ene	79
El auge de los fondos de inversión: causas, implicaciones y perspectivas	Jul-Ago	69	Evolución reciente de la economía española	Feb	9
Diferenciales interregionales de inflación y sus implicaciones para la Unión Monetaria	Jul-Ago	79	La evolución del empleo y del paro durante 1999	Feb	25
La nueva información solicitada por el Banco de España sobre la actividad bancaria clasificada por países	Jul-Ago	83	Evolución de los flujos de rentas por intereses en España entre 1995 y 1999	Feb	33
Las entidades de tasación: información estadística 1998	Jul-Ago	97	La nueva fiscalidad de los instrumentos financieros: efectos iniciales sobre el ahorro y los mercados financieros	Feb	43
Regulación financiera: segundo trimestre de 1999	Jul-Ago	105	Una evaluación de la situación monetaria y financiera en España a partir de un índice de condiciones monetarias	Feb	57
Evolución reciente de la economía española	Sep	9	Crecimiento, inflación y desarrollo del sistema financiero en la OCDE	Feb	69
Resultados de las empresas no financieras en el segundo trimestre de 1999	Sep	23	Evolución reciente de la economía española	Mar	9
La evolución del empleo durante el segundo trimestre de 1999	Sep	35	Resultados de las empresas no financieras en el cuarto trimestre de 1999 y avance de cierre del ejercicio	Mar	23
Principales cambios incorporados en la Contabilidad Nacional de España, base 1995	Sep	41	Asimetrías de la economía española en el contexto de la UEM, según el modelo NIGEM	Mar	35
Los costes unitarios del trabajo y la toma de decisiones de política monetaria en el contexto de la UEM	Sep	55	Formación de precios a nivel empresarial e inflación: evidencia a partir de información sectorial	Mar	41
La compensación bancaria en España mediante procedimientos electrónicos. Una breve visión histórica	Sep	65	El Banco Español de San Fernando: un predecesor del Banco de España (1829-1856)	Mar	47
Informe trimestral de la economía española	Oct	9	Reflexiones sobre la situación económica internacional. Conferencia pronunciada por el Gobernador del Banco de España, Luis Ángel Rojo, en el Club Siglo XXI	Abr	9
La política monetaria y la economía real	Oct	55	Informe trimestral de la economía española	Abr	21
Optimalidad de las subastas de bonos: el caso español	Oct	69	La interpretación de los diferenciales de inflación en la Unión Monetaria	Abr	67
Las sociedades de garantía recíproca: actividad y resultados en 1998	Oct	81	La cuenta de resultados de las entidades de depósito en 1999	Abr	77
Regulación financiera: tercer trimestre de 1999	Oct	91	Regulación financiera: primer trimestre de 2000	Abr	135
Evolución reciente de la economía española	Nov	9			
Resultado de las empresas no financieras en 1998 y hasta el tercer trimestre de 1999	Nov	23			
La evolución del empleo durante el tercer trimestre de 1999	Nov	39			
El sistema financiero español ante el «efecto 2000»	Nov	45			
Estados Unidos. Desequilibrios de ahorro e inversión y cuentas financieras	Nov	53			

PUBLICACIONES DEL BANCO DE ESPAÑA

PUBLICACIONES PERIÓDICAS

INFORME ANUAL (ediciones en español e inglés)

CUENTAS FINANCIERAS
DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA
(ediciones en español e inglés) (anual)

BALANZA DE PAGOS DE ESPAÑA
(ediciones en español e inglés) (anual)

CENTRAL DE ANOTACIONES EN CUENTA
(anual)

BOLETÍN ECONÓMICO (mensual)

ECONOMIC BULLETIN (trimestral)

BOLETÍN ESTADÍSTICO (mensual)

BOLETÍN ESTADÍSTICO (en disquetes,
mensual)

BOLETÍN DE ANOTACIONES EN CUENTA
(diario)

MONOGRAFÍA ANUAL

CIRCULARES A ENTIDADES DE CRÉDITO

CIRCULARES DEL BANCO DE ESPAÑA.

RECOPIACIÓN (cuatrimestral)

REGISTROS DE ENTIDADES (anual)

REGISTROS DE ENTIDADES (en disquetes,
mensual)

36. CARLOS ÁLVAREZ NOGAL: Los banqueros de Felipe IV y los metales preciosos americanos (1621-1665) (1997).

37. EVA PARDOS MARTÍNEZ: La incidencia de la protección arancelaria en los mercados españoles (1870-1913) (1998).

DOCUMENTOS DE TRABAJO

9918 REGINA KAISER AND AGUSTÍN MARAVALL: Short-term and long-term trends, seasonal adjustment, and the business cycle.

9919 J. ANDRÉS, J. D. LÓPEZ-SALIDO AND J. VALLÉS: Intertemporal substitution and the liquidity effect in a sticky price model.

9920 J. ANDRÉS, I. HERNANDO AND J. D. LÓPEZ-SALIDO: The role of the financial system in the growth-inflation link: The OECD experience.

9921 ÁNGEL ESTRADA AND IGNACIO HERNANDO: Microeconomic price adjustments and inflation: Evidence from Spanish sectoral data.

9922 CONCHA ARTOLA AND UNA-LOUISE BELL: Identifying Labour Market Dynamics using Labour Force Survey Data.

9923 JUAN AYUSO AND ROBERTO BLANCO: Has financial market integration increased during the nineties?

9924 IGNACIO FUENTES AND TERESA SASTRE: Mergers and acquisitions in the Spanish Banking industry: some empirical evidence.

2001 GEORGES SIOTIS: Market power, total factor productivity growth, and structural change. An illustration for Spain, 1983-1996.

ESTUDIOS ECONÓMICOS (SERIE AZUL)

65. ÁNGEL ESTRADA Y ANA BUISÁN: El gasto de las familias en España (1999).

66. ROBERTO BLANCO ESCOLAR: El mercado español de renta variable. Análisis de la liquidez e influencia del mercado de derivados (1999).

67. JUAN AYUSO, IGNACIO FUENTES, JUAN PEÑALOSA Y FERNANDO RESTOY: El mercado monetario español en la Unión Monetaria (1999).

68. ISABEL ARGIMÓN, ÁNGEL LUIS GÓMEZ, PABLO HERNÁNDEZ DE COS Y FRANCISCO MARTÍ: El sector de las Administraciones Públicas en España (1999).

ESTUDIOS DE HISTORIA ECONÓMICA (SERIE ROJA)

34. ALBERTO SABIO ALCUTÉN: Los mercados informales de crédito y tierra en una comunidad rural aragonesa (1850-1930) (1996).

35. M^a GUADALUPE CARRASCO GONZÁLEZ: Los instrumentos del comercio colonial en el Cádiz del siglo XVII (1650-1700) (1996).

EDICIONES VARIAS (1)

RAMÓN SANTILLÁN: Memorias (1808-1856) (1996) (***).

BANCO DE ESPAÑA. SERVICIO DE ESTUDIOS (Ed.): La política monetaria y la inflación en España (1997) (**).

BANCO DE ESPAÑA: La Unión Monetaria Europea: cuestiones fundamentales (1997). 500 PTA (*).

TERESA TORTELLA: Los primeros billetes españoles: las «Cédulas» del Banco de San Carlos (1782-1829) (1997). 4.680 PTA (*).

JOSÉ LUIS MALO DE MOLINA, JOSÉ VIÑALS AND FERNANDO GUTIÉRREZ (Ed.): Monetary policy and inflation in Spain (1998) (****).

SERVICIO JURÍDICO DEL BANCO DE ESPAÑA: Legislación de Entidades de Crédito. 4^a ed. (1999). 6.000 PTA (*).

VICTORIA PATXOT: Medio siglo del Registro de Bancos y Banqueros (1947-1997) (1999). Libro y disquete: 884 PTA (*).

PEDRO TEDDE DE LORCA: El Banco de San Fernando (1829-1856) (1999)(**).

BANCO DE ESPAÑA (Ed.): Arquitectura y pintura del Consejo de la Reserva Federal (2000). 2.000 PTA (*).

Nota: La relación completa de cada serie figura en el Catálogo de Publicaciones.

(1) Las publicaciones marcadas con un asterisco (*) son distribuidas por el Banco de España, Sección de Publicaciones. Los precios llevan incluido el 4 % de IVA. Las publicaciones marcadas con dos asteriscos (**) son distribuidas por Alianza Editorial. Las publicaciones marcadas con tres asteriscos (***) son distribuidas por Editorial Tecnos. Las publicaciones marcadas con cuatro asteriscos (****) son distribuidas por Macmillan (Londres).

DISTRIBUCIÓN, TARIFAS Y MODALIDADES DE SUSCRIPCIÓN (1) (2000)

Todas las publicaciones pueden adquirirse en el Negociado de Distribución y Gestión (Sección de Publicaciones) del Banco de España, a excepción de aquellos libros en los que se indica otro distribuidor.

Informe anual (ediciones en español e inglés):

- España: 2.080 PTA.
- Extranjero: 3.000 PTA.

Cuentas financieras de la economía española (ediciones en español e inglés) (2):

- España: 2.080 PTA.
- Extranjero: 3.000 PTA.

Balanza de pagos de España (ediciones en español e inglés):

- España: 2.080 PTA.
- Extranjero: 3.000 PTA.

Central de Anotaciones en Cuenta:

- España: 1.040 PTA.
- Extranjero: 2.000 PTA.

Boletín económico y Boletín estadístico (3):

- España:
Suscripción al *Boletín económico* o *Boletín estadístico*: 20.800 PTA.
Suscripción a ambos boletines: 28.600 PTA.
Ejemplar suelto: 2.080 PTA.
- Extranjero:
Suscripción al *Boletín económico* o *Boletín estadístico*: 31.000 PTA.
Suscripción a ambos boletines: 48.000 PTA.
Ejemplar suelto: 3.000 PTA.

Economic bulletin (3):

- España:
Suscripción anual: 7.488 PTA.
Ejemplar suelto: 2.080 PTA.
- Extranjero:
Suscripción anual: 14.250 PTA.
Ejemplar suelto: 3.000 PTA.

Boletín estadístico (en disquetes, mensual) (4):

- España:
Suscripción anual: 36.000 PTA.
Disquete suelto: 2.000 PTA.
- Extranjero:
Suscripción anual: 50.000 PTA.
Disquete suelto: 3.000 PTA.

Sistema de información en línea (SILBE):

- Cuota de conexión: 116.000 PTA.
- Área Servicio de Estudios: 139.200 PTA.

Manual de la Central de Anotaciones:

- Ejemplar suelto: 5.200 PTA.

Registros de entidades (anual):

- España: 2.522 PTA.

Boletín de anotaciones en cuenta (5):

- España:
Suscripción anual por correo: 33.280 PTA.
Suscripción anual por fax: 33.280 PTA.
Números sueltos: 208 PTA.
- Extranjero (por avión): suscripción anual: 95.000 PTA.

Circulares a entidades de crédito:

- España: suscripción anual: 14.560 PTA.
- Extranjero: suscripción anual: 28.000 PTA.

Circulares del Banco de España. Recopilación:

- Recopilación: 7.280 PTA.
- Actualización anual: 3.120 PTA.

Publicaciones de la Central de Balances:

Monografía anual:

- España: Libro o CD-ROM: 2.000 PTA.

Estudios de encargo:

- Precio según presupuesto adaptado a cada petición (6).
- Proyecto BACH (*Bank for the Accounts of Companies Harmonised*):
— España: consultar a la Central de Balances.

Estudios económicos (Serie azul) y Estudios de historia económica (Serie roja):

- España:
Volumen normal: 884 PTA.
Volumen extra: 1.560 PTA.
- Extranjero:
Volumen normal: 1.800 PTA.
Volumen extra: 3.400 PTA.

Documentos de trabajo:

- España:
Suscripción anual: 7.280 PTA.
Ejemplar suelto: 312 PTA.
- Extranjero:
Suscripción anual: 10.000 PTA.
Ejemplar suelto: 430 PTA.

Registros de entidades (en disquetes, mensual) (7):

- España:
Suscripción anual: 32.480 PTA.
Disquete suelto: 2.088 PTA.
- Extranjero:
Suscripción anual: 36.000 PTA.
Disquete suelto: 2.800 PTA.

Memoria del Servicio de Reclamaciones

- España: 1.040 PTA.
- Extranjero: 2.000 PTA.

Ediciones varias (8).

- (1) Los precios para España llevan incluido el 4% de IVA. Canarias, Ceuta, Melilla y extranjero están exentos del IVA, así como los residentes en el resto de la Unión Europea que comuniquen el NIF. En disquetes y CD-ROM se incluye el 16% de IVA.
- (2) Mediante solicitud previa se ofrece la posibilidad de recibir esta publicación en disquete en cualquiera de ambos idiomas, sin coste adicional.
- (3) La suscripción al *Boletín económico* y/o *estadístico* incluye el envío gratuito del *Informe anual*, de las *Cuentas financieras de la economía española* y de la *Balanza de pagos de España*. La suscripción al *Economic bulletin* incluye el envío gratuito de las ediciones en inglés del *Informe anual*, de las *Cuentas financieras de la economía española* y de los *Documentos de Trabajo* (inglés y español). La distribución al extranjero será por vía aérea.
- (4) La suscripción al *Boletín estadístico* en disquetes incluye la información contenida en dicha publicación, pero con las «Series históricas» completas. La suscripción supone el envío simultáneo del correspondiente *Boletín estadístico*, y de las especificaciones técnicas y de manejo de los disquetes.
- (5) Incluye el envío gratuito de la Memoria de la Central de Anotaciones en Cuenta.
- (6) Dirigirse al Servicio de Difusión de la Central de Balances (teléfonos 91 3386931, 91 338 6929 y 91 338 6930, fax 91 338 6880; envíos postales a calle de Alcalá, 50, 28014 Madrid). No se acomete ningún trabajo sin la previa aceptación del presupuesto. No se atienden peticiones de empresas que hayan negado su colaboración.
- (7) La suscripción al Registro de entidades en disquete incluye el envío gratuito del *Boletín económico* mensual.
- (8) Los precios de los libros que distribuye el Banco de España figuran a continuación de cada título. Dichos precios llevan incluido el 4% de IVA en las ventas al territorio peninsular y Baleares. Para otros destinos, consultar precios.

Información: Banco de España. Sección de Publicaciones. Negociado de Distribución y Gestión.
Alcalá, 50. 28014 Madrid - Teléfono: 91 338 5180 - Fax: 91 338 5320 - e-mail: publicaciones@bde.es